

## Unser Geldsystem XVIII– Der Zins (3)

Von Heiner Flassbeck und Friederike Spiecker | 04.06.2014 (editiert am 25.05.2016)

Wir haben [im zweiten Teil unserer Analyse zum Zins](#) festgestellt, dass der Zins in weiten Teilen direktes oder indirektes Ergebnis der Wirtschaftspolitik ist. Wir haben auch festgestellt, dass die Standardökonomie das ignoriert oder sogar ausdrücklich verneint und schon deswegen zur Erklärung wirtschaftlicher Dynamik nichts beitragen kann. Aber es kommt noch schlimmer. Die Standardökonomie hat ein Glasperlenspiel zur Beschreibung wirtschaftlicher Stationarität erfunden, in dem sie den Zins (am Kapital- oder Geldmarkt) mit der Rendite auf Sachkapital gleichsetzt. Die Gleichsetzung des Zinses, der für Kredite bezahlt werden muss, mit der bei Investitionen in Sachkapital anfallenden Rendite ist ein unmittelbarer Beweis dafür, dass man im ökonomischen Standardmodell gar nicht erst versucht, die Wirklichkeit einer dynamischen Entwicklung von monetären Marktwirtschaften zum Fokus der Analyse zu machen. Es gibt in der Standardökonomie keine Gewinne bzw. sollte es sie doch geben, dann nur vorübergehend, weil sie auf Dauer bei hinreichend starkem Wettbewerb wegkonkurriert werden. Im langfristigen Gleichgewicht sind aber alle Gewinne wegkonkurriert worden. Und dieses langfristige Gleichgewicht ist das, wofür sich die meisten Ökonomen interessieren. Das führt dazu, dass die Ergebnisse dieses Glasperlenspiels und daraus gezogene Schlussfolgerungen für die reale Welt nutzlos, ja oft sogar schädlich und eigentlich nur für die Glasperlenspieler in der „Wissenschaft“ selbst von Interesse sind.

Im neoklassischen Modell gibt es einen Markt für das Sparen und das Investieren, also das Angebot von und die Nachfrage nach Kapital. Dieser Markt wird ausgeglichen durch seinen Preis, den Zins. Steigt die Sparneigung der Bevölkerung, steigt auch das Angebot an Kapital. Folglich sinkt der Zins und zwar genau so lange, bis durch zunehmende Investitionstätigkeit das zusätzliche Sparkapital in Form von Investitionen absorbiert ist. Weil es immer eine Menge von Investitionsprojekten gibt, die bei einem niedrigeren Zins durchgeführt werden, entspricht die Rendite der letzten gerade noch durchgeführten Investition (der Grenzinvestition) genau dem Zins. Die Idee der Grenzproduktivität wird in der Neoklassik auf den gesamtwirtschaftlichen Kapitalmarkt völlig analog zum gesamtwirtschaftlichen Arbeitsmarkt angewendet, auf dem ja die letzte eingesetzte Einheit an Arbeit (Arbeitsstunde oder Arbeitskraft) genau so viel kostet, wie sie erbringt. Jedenfalls sollte es so sein, wenn sich die Märkte im Gleichgewicht befinden. Befinden sie sich nicht im Gleichgewicht, dann tendieren sie immerhin in Richtung Gleichgewicht, vorausgesetzt es herrscht genügend Wettbewerb und Flexibilität.

Dass dieses Modell für den Arbeitsmarkt nicht taugt, erklären und belegen wir hier auf flassbeck-eco-

nomics laufend. Dass es genau so wenig für den Kapitalmarkt funktioniert, haben wir ebenso schon [mehrfach gezeigt](#). Schon im ersten Schritt scheitert die simple Idee vom Gleichgewichtspreis auf einem einzelnen Markt, wenn man sie auf den Kapitalmarkt anzuwenden versucht. Denn nichts spricht dafür, dass der Zins – selbst im Rahmen dieses Modells – sinkt, wenn mehr gespart wird. In dem [Disput mit Thomas Mayer in der FAZ](#) wird das folgendermaßen erklärt:

*„Spart ein Sektor in der Volkswirtschaft mehr, fällt unmittelbar Nachfrage für die anderen Sektoren aus. Wenn die privaten Haushalte weniger konsumieren, sinken bei den Unternehmen Umsätze und Gewinne und der Staat verzeichnet geringere Einnahmen. Daraufhin investieren die Unternehmen weniger, was auch beim Investitionsgütersektor negativ zu Buche schlägt und wieder den Staat trifft. Der Staat gibt ebenfalls weniger aus, was die Nachfrage bei den Unternehmen entweder direkt reduziert, wenn der Staat seine Rolle als Investor zurückfährt, oder indirekt, wenn der Staat Transfer-einkommen verringert und die Nachfrage der privaten Haushalte drückt.*

*Diesem Nachfrageausfall steht kein steigendes Kapitalangebot gegenüber, das für sinkende Zinsen sorgen könnte. Warum? Weil die Sparversuche der einen die Einkommen der anderen reduzieren. Versuchen die privaten Haushalte und der Staat zu sparen, dann sinken zunächst die Gewinne, d.h., das Einkommen der Unternehmen. Halten diese (was bei sinkender Auslastung unwahrscheinlich ist) an ihren bisherigen Investitionsplänen fest, können sie das dafür notwendige Kapital jetzt nur noch zu einem Teil aus dem Gewinn aufbringen – das unternehmensinterne Kapitalangebot ist gesunken. Sie müssten also bei den Banken mehr Kapital nachfragen für die gleiche Investitionstätigkeit wie in dem Fall ohne zusätzliche Ersparnis. Was die Sparer mehr gespart und zur Bank getragen haben, trifft folglich auf eine höhere Kapitalnachfrage. Der Effekt auf den Zins ist Null: er kann nicht sinken und deshalb steigen die Investitionen nicht. Folglich gibt es keinen automatischen Nachfrageersatz für die geringere Konsumnachfrage.*

*Doch die Wirkung der Sparbemühungen ist tatsächlich viel schlimmer. Denn der Fall gleich bleibender Investitionen im Falle erhöhter Sparanstrengungen ist vollkommen unrealistisch. Warum sollten die Unternehmen bei gesunkener Nachfrage nach ihren Produkten genauso viel investieren wollen wie vorher? Sie werden weniger investieren und weniger Kapital nachfragen, weil ihre Kapazitätsauslastung geringer ist und sie möglicherweise Verluste machen. Das könnte dann zwar dazu führen, dass die Zinsen doch sinken. Das wäre dann aber die Folge der geringeren Investitionstätigkeit und erzeugte keinen positiven Impuls für mehr Investitionen. Wahrscheinlich käme es daher gleichzeitig zu niedrigeren Zinsen und sinkenden Investitionen.“*

Dann genau ist der pathologische Fall gegeben, bei dem von außen, von der Wirtschaftspolitik, das System gerettet werden muss, weil es dazu tendiert, sich selbst zu zerstören (wie das ja im umgekehrten Fall laufend wachsender Nachfrage und sich dadurch beschleunigender Inflation ebenso ist, der von der Zentralbank mit einer restriktiven Geldpolitik zur Stabilisierung des Systems beantwortet wird). Die Geldpolitik muss – ohne Rücksicht auf irgendein Marktergebnis am Kapitalmarkt – intervenieren, den Zins senken und die Investitionstätigkeit vor einem Absturz bewahren. Dass sie das kann, dafür spricht die hohe Korrelation zwischen kurz- und langfristigen Zinsen. Und dass die Kausalrichtung von kurzfristigen zu langfristigen Zinsen geht und nicht umgekehrt, das haben wir bereits im vorigen Beitrag erörtert.

An dieser Stelle sei aber noch ein weiteres Argument angefügt, das unsere Sicht der Kausalrichtung stützt. Wäre es so, dass sich der langfristige Zinssatz ganz eigenständig entwickelte und ihm die Geldpolitik nur folgte, ihn aber nicht mitsteuerte, dann ist zu fragen, warum der langfristige Zinssatz von sich aus so stark schwankt. Denn als Gleichgewichtspreis auf dem Kapitalmarkt, der der Grenzrendite des letzten durchgeführten Investitionsprojekts, also einer rein technischen Größe, entspricht, müsste diese Grenzrendite dann ja mitschwanken. Warum sollte sie das tun? Weil sich die technischen Risiken der Grenzinvestitionen so stark ändern? Einleuchtender wäre die Erklärung, dass sich die Absatzbedingungen verändern, auf die die Investitionsprojekte treffen, und daher die jeweilige „Grenz“investition unterschiedliche Renditen abwirft. Doch sobald man die Absatzbedingungen auf den Gütermärkten in die Erklärung des langfristigen Zinssatzes einbezieht, bricht die Interpretation des langfristigen Zinssatzes als Preisergebnis von Kapitalangebot und Kapitalnachfrage in sich zusammen. Denn weil, wie oben geschildert, zusätzliches Sparen auf schlechtere Absatzbedingungen hinausläuft, fiel dann ein steigendes (Fremd-)Kapitalangebot mit einer steigenden Grenzinvestitionsrendite zusammen, weil ja weniger Investitionsprojekte durchgeführt werden. Zunehmendes Angebot lässt den Marktpreis steigen? Das ist das genaue Gegenteil von dem, was das (mikroökonomische) Marktmodell lehrt. Mit anderen Worten: Es passt hier offenbar so wenig wie auf dem gesamtwirtschaftlichen Arbeitsmarkt.

Die Fiktion vom langfristigen Zinssatz als Sachkapitalrendite ist damit entlarvt. Die Rendite der Investitionen, die im neoklassischen Gleichgewicht immer genau dem Zins entspricht, der Sparen und Investieren ausgleicht, ist in der Ungleichgewichtssituation, die sich aus dem vermehrten Sparen ergeben hat, unter den Zins gefallen, der für Fremdkapital aufgebracht werden muss. Folglich ist es das Verhältnis von Geldzins und der Rendite des Sachkapitals bzw. der erwarteten Rendite aus Investitionen in Sachkapital, das für die Investitionsdynamik entscheidend ist, und nicht „der Zins“ als solcher.

Das ist eigentlich kein ungewöhnlicher Gedanke. Jeder Betriebswirt, der über die Frage nachdenkt, wie die Investitionstätigkeit von Unternehmen angeregt werden kann, kommt schnell zu einem einfachen Ergebnis: Offenbar muss, damit sich eine Investition rechnet, der Ertrag, den die Investition über die gesamte Dauer der Verwendung der mit der Investition entstandenen Sachanlagen erbringt (was heißt, in der Erwartung des Investors erbringen wird), größer sein als der Zins, zu dem die Investition (mit Fremdkapital) finanziert wurde (bzw. dem Zins, den man am Kapitalmarkt bekommen hätte, wenn man das vorhandenen Eigenkapital dort angelegt statt in die Investition gesteckt hätte). Man muss in der betriebswirtschaftlichen Analyse nicht lange darüber nachdenken, wie der Fremdkapitalzins entstanden ist, der ist vorgegeben, weil kein einzelner Investor diesen Zins beeinflussen kann.

In einer Volkswirtschaft, in der der Zins Ergebnis von wirtschaftspolitischen Entscheidungen ist, gilt das auch für alle Investoren zusammen. Das Verdienst, diesen Zusammenhang herausgefunden und in seiner Bedeutung für die Volkswirtschaftslehre erkannt zu haben, gebührt Knut Wicksell, einem schwedischen Ökonomen, der seine wichtigsten Arbeiten zu Beginn des 20. Jahrhunderts veröffentlichte. Aufgegriffen wurden diese Arbeiten in jüngerer Zeit vor allem im im Jahre 2003 erschienenen Buch von [Michael Woodford](#) „Interest and Prices“. Woodford selbst nennt seine Arbeit „Neo-Wicksellian“. Wir werden hier aber nicht versuchen, die Literatur angemessen zu würdigen. Wer Interesse

an einem schnellen Überblick aus unserer Sicht und einer Würdigung der Arbeiten Knut Wicksells hat, kann das ganz gut nachlesen in dem kleinen Aufsatz von Heiner Flassbeck: Von der Klassik zur Moderne - Ein Essay über den Erkenntnisfortschritt von 200 Jahren Makroökonomie -, in: Konjunkturpolitik, 35. Jahrg., H. 1-2., Duncker & Humblot, Berlin 1987 (gibt es vermutlich nicht online, falls doch, sind wir für einen Hinweis dankbar).

Wicksell versuchte zu erklären, wieso es immer wieder zu Inflations- und Deflationsphasen kam, obwohl doch die klassischen Ökonomen fest an (die falsche Interpretation von) Say's Law glaubten, wonach sich jedes Angebot seine Nachfrage schafft. Wenn das Angebot aber seine Nachfrage schuf, dann waren Phasen, in denen es offenbar zu starke Nachfrage im Vergleich zum Angebot gab (also Inflationsphasen) genauso wenig zu erklären wie Phasen fallender Preise, in denen es ja offenbar zu wenig Nachfrage im Vergleich zum Angebot gab. Wicksells Erklärung dieser Phänomene mit Hilfe der Unterscheidung von Geldzins und natürlichem Zins (also der Rendite der Investitionen) widerlegte nicht nur (die falsche Interpretation von) Say's Law, sondern schuf zugleich die geistigen Voraussetzungen für Schumpeters Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, aber auch für den Keynesianismus. Denn wenn sich der Zins, zu dem Investitionen finanziert wurden, systematisch und für längere Zeit von der Rendite auf Sachanlagen lösen kann, dann kann es eine Dynamik der Investitionen geben, die nach oben und nach unten die gesamte Wirtschaft so in Schwung versetzt, dass Inflation (und Überbeschäftigung von Arbeit) genauso erklärt werden kann wie Deflation (und Arbeitslosigkeit).

Das ist ein gewaltiger Fortschritt, weil man sich nur so dem dynamischen Prozess von Kreditschöpfung und Investitionen nähern kann, aus dem sich dann ein realistisches Bild der wirtschaftlichen Entwicklung ergeben kann. Liegt der Geldzins in der Wicksellschen Analyse unter dem natürlichen Zins, also der erwarteten Rendite der potenziellen Investoren, beginnt ein kumulativer Prozess von Investitionswachstum und sich beschleunigender Einkommensentwicklung, an dessen Ende eine Inflationsbeschleunigung steht (weil die Kapazitäten voll ausgelastet sind und die Nachfrage stärker steigt als das Angebot), die von der Geldpolitik durch eine Anhebung des Geldzinses über den natürlichen Zins beendet wird. Der umgekehrte Prozess einer Investitionsverminderung beginnt, der schließlich in eine deflatorische Situation münden kann. Die Geldpolitik reagiert ebenfalls in umgekehrter Richtung.

Schon hier zeigt sich, was aber bei Wicksell noch keine Rolle spielte, dass die Geldpolitik immer mit einer Asymmetrie zu leben hat, weil sie zwar den Zins beliebig erhöhen, aber bei Deflation nicht beliebig senken kann. Bei einem Zins von deutlich unter Null würde das gesamte Geldsystem aus den Angeln gehoben und die Geldpolitik würde ineffizient. Die Menschen begännen nämlich, mehr und mehr Geld unter der Matratze zu horten, weil einerseits die Geldanlage bei Banken durch Negativzinsen bestraft wird, eine positive Verzinsung sich bei fallenden Preise aber auch für das Matratzengeld ergibt (am Ende jeder Periode ist die Kaufkraft des Geldes bei einem niedrigeren Preisniveau gestiegen).

Das Problem bei Wicksell und auch bei Woodward ist, dass sie einer Phillips-Kurven-Logik folgen. Das heißt, sie sehen die Preise vor allem in Abhängigkeit von der Nachfragesituation, die ihrerseits die Kostensituation beeinflusst. Wenn die Wirtschaft kräftig investiert und die Arbeitslosigkeit deutlich sinkt, steigen die Löhne, weil sich die Verhandlungssituation der Arbeitnehmer verbessert. Reagiert daraufhin die Geldpolitik mit einer Anhebung der Zinsen, sinkt die Investitionstätigkeit, die Arbeits-

losigkeit steigt, der Druck auf die Lohnempfänger nimmt zu, sie sind zu Zugeständnissen beim Lohn bereit und auf diese Weise wird das System wieder zu einem Gleichgewicht zurückgeführt. Der Arbeitsmarkt funktioniert in diesem Modell im Prinzip wie jeder andere Markt, was wir schon oft als falsch entlarvt haben und im weiteren Verlauf dieser Serie wiederum problematisieren werden.

## Über den Autor

---

Veröffentlicht am: 04.06.2014 | Editiert am: 25.05.2016

Erschienen unter:

<https://makroskop.eu/2014/06/abo-artikel-unser-geldsystem-xviii-der-zins-3/>