

Unser Geldsystem XIX – Der Zins (4)

Von Heiner Flassbeck und Friederike Spiecker | 10.06.2014 (editiert am 25.05.2016)

Die konsequente Trennung von Geldzins (hier synonym für Zinssätze auf Finanzkapital unabhängig von dessen Fristigkeit, also für kurz- *und* langfristige Zinsen) und der Rendite auf Sachkapital, das hat [der vorige Teil dieser Serie](#) gezeigt, schafft den Zugang zur Erklärung der Dynamik einer monetären Marktwirtschaft. Wann immer diese Trennung ignoriert oder vernachlässigt wird, ergeben sich Fehlschlüsse, die für die wirtschaftspolitischen Empfehlungen, die man aus der Analyse ableiten kann, gravierend sind.

Man kann sich nicht vorstellen, wie viel Schaden auf der Welt dadurch angerichtet wurde, dass der Mainstream in der Volkswirtschaftslehre glaubt, man könne ohne diese Trennung auskommen. Man hat z.B. jahrzehntelang den Entwicklungsländern eingeredet (und tut es noch heute), der hohe Geldzins, der in vielen Ländern (zum Beispiel ganz ausgeprägt in Afrika) zu beobachten ist, sei auf der einen Seite einfach Folge der Kapitalknappheit dort, und die Kapitalknappheit wiederum ergebe sich aus der Tatsache, dass die Länder arm seien und die privaten Haushalte nicht viel sparen könnten. Auf der anderen Seite deute der hohe Zins auf die enorme Rentierlichkeit von Investitionen hin – bei geringem Ausgangskapitalstock sei eben jede hinzukommende Einheit an Kapital eine wahre Rendite-Fundgrube. Genau aus diesem Grund – Mangel an Finanzkapital und Überfluss an rentierlichen Sachinvestitionsmöglichkeiten – sei eine Öffnung der Kapitalmärkte dieser Länder, d.h. eine Liberalisierung zugunsten eines möglichst freien internationalen Kapitalverkehrs, essenziell für die ökonomische Entwicklung.

Je nachdem, welches Argument internationale Berater gerade brauchen, wird dann aber auch wieder – völlig widersprüchlich zu der beschriebenen „Erklärung“ für hohe Geldzinsen als Ausdruck hoher Sachinvestitionsrenditen – auf die hohen Risiken für Investitionen in den Entwicklungsländern hingewiesen, die eben einen entsprechend hohen Risikozuschlag bei Zinssätzen erforderlich machen.

Wenn man dann extrem hohe Geldzinsen beobachtet, kommt niemand auf die Idee, dafür eine unsinnige Notenbankpolitik und/oder mangelnden Wettbewerb unter den dortigen Banken verantwortlich zu machen und für eine Veränderung dieser Verhältnisse zu plädieren oder gar eine solche durchzusetzen. Stattdessen werden „strukturelle Reformen“ auf Arbeits- und Gütermärkten in einem solchen Land gefordert, auf dass die Investoren in der Lage seien, 25 oder mehr Prozent Realzins zu bezahlen, oder man schlägt „institutionelle Veränderungen“ vor, um dadurch Risiken und somit

Risikozuschläge auf Zinsen zu verringern.

Lange Zeit haben auch die Notenbanken die fiktive, mit der Realität nicht in Einklang zu bringende Modellannahme der Übereinstimmung von Geldzins und Sachkapitalrendite mitgetragen, weil es für sie unter dem monetaristischen Dogma unglaublich bequem war, auf ihre Geldmengenpolitik zu verweisen und jede direkte Verantwortung für die Höhe der Geldzinsen und deren Folgen abzulehnen. Erst jetzt, mit dem Untergang des Monetarismus und zunehmenden deflationären Tendenzen, müssen sich die Zentralbanken zu ihrer Verantwortung für den Geldzins und damit zu ihrer Verantwortung für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung bekennen. Das Ergebnis sind derzeit Nullzinsen allenthalben. Woher der Geldzins kommt bzw. ob es überhaupt auf Dauer einen positiven Geldzins in einer sich dynamisch entwickelnden Marktwirtschaft geben kann oder ob es ihn sogar geben muss, darauf gehen wir in diesem Beitrag ein.

Zunächst ist festzustellen, dass es auch bei einer Analyse, die konsequent zwischen Geldzins und Sachkapitalrendite trennt, ein unverzeihlicher Fehler wäre, die Sachkapitalrendite als gegeben anzusehen, wie es in der Wicksellschen und in Neo-Wicksellschen Darstellungen häufig anklingt. Wäre die durchschnittliche Rendite auf Sachkapital gegeben, sprich: unabhängig von der Geldpolitik, hätte die Zentralbank lediglich die Aufgabe, den Geldzins so im Verhältnis zu dieser Rendite festzusetzen, dass sich ein optimales Ergebnis hinsichtlich ihrer Zielsetzung ergäbe. Inflationbekämpfung verlangte dann einen relativ hohen Geldzins, Deflation hingegen einen relativ niedrigen. Folgte man einer Phillipsskurvenvorstellung, also der Auffassung, die Inflationsrate befände sich in einem stabilen funktionalen Zusammenhang mit der Arbeitslosigkeit, verfolgte die Notenbank im Deflationsfall auch immer automatisch das Ziel höheren Wachstums und höherer Beschäftigung.

Doch so einfach ist es leider nicht. Nichts ist in Wirklichkeit vorgegeben – weder der Output noch die Produktivität noch die Sachkapitalrendite. Alles ist unsicher oder, positiv ausgedrückt, offen, alles oder doch fast alles verändert sich laufend und beeinflusst sich gegenseitig. Wobei man sehen muss, dass das nicht nur das Ergebnis von Innovationen und Wettbewerb in einer funktionierenden Marktwirtschaft ist, was man ja als unverzichtbares Charakteristikum dieser Wirtschaftsform ansehen könnte. Vielmehr erhöhen die wirtschaftspolitisch am laufenden Band durchgeführten „strukturellen Reformen“ und permanenten Veränderungen der Rahmenbedingungen, unter denen private Sachinvestoren ihre oft vergleichsweise längerfristigen Projekte zu kalkulieren haben und, wenn sie sich positiv entschieden haben, durchführen müssen, die Unsicherheit.

Die Sachkapitalrendite hängt von vielen Faktoren ab. Lassen wir einmal die ordnungspolitischen beiseite (bzw. setzen wir diese in Gedanken konstant) und beschäftigen wir uns auch nicht mit den privatwirtschaftlichen (also z.B. dem Geistesblitz des Ingenieurs eines Unternehmens, der die Sachinvestition eines Konkurrenzunternehmers von heute auf übermorgen entwertet). Betrachten wir nur die prozesspolitischen Faktoren, also diejenigen, die die Wirtschaftspolitik auf dem Gebiet der Geld- und der Fiskalpolitik laufend einsetzen und verändern kann. Denn diese Faktoren sind es, die kurz- und mittelfristig zur Verfügung stehen, wenn es darum geht, einer lahmen und erst recht einer in Massenarbeitslosigkeit untergehenden Volkswirtschaft zügig auf die Beine zu helfen.

Die Sachkapitalrendite ist *auch* und *in erheblichem Maße* das Ergebnis der Geldpolitik (und der

Fiskalpolitik). Denn bei einer restriktiven Geldpolitik mit hohen Geldzinsen (oder einer fiskalischen Austeritätspolitik) wird das gesamte Wirtschaftssystem so unter Druck gesetzt, dass die Rendite auf Sachanlagen fällt und womöglich einen Tiefpunkt erreicht, der von der Geldpolitik mit dem Geldzins nicht mehr unterboten werden kann. Im oben angesprochenen Fall vieler afrikanischer Staaten, der von prohibitiv hohen Zinsen wegen falscher Geldpolitik und zugleich mangelndem Wettbewerb im Bankensystem gekennzeichnet ist, finden kaum Sachinvestitionen statt. Deren Rendite kann den Geldzins nicht erwirtschaften. Daher ist es kein Wunder, dass sich diese Volkswirtschaften nicht weiter entwickeln können.

Weil also die Sachkapitalrendite nicht exogen vom Himmel fällt, sondern sehr wohl von der Geldpolitik mit abhängt, operiert die Geldpolitik unter hoher Unsicherheit. Sie muss daher mit Hilfe ihrer Kenntnis der volkswirtschaftlichen Zusammenhänge abschätzen, welches ein angemessenes Zinsniveau sein könnte, das Entwicklung erlaubt, ohne zu Inflationsschüben zu führen.

Die gegenwärtige Situation der Weltwirtschaft bietet für eine extreme Konstellation dieser Art ein anschauliches Beispiel. Offensichtlich kann sich die Weltwirtschaft nicht von der Talsohle lösen, weil es eine Nachfrageschwäche gibt, die, so unsere Lesart, vor allem damit zu tun hat, dass die Erwartungen hinsichtlich steigender Arbeitseinkommen der großen Masse der Haushalte gegen Null tendieren. In dieser Situation würden normalerweise auch die Gewinne der Unternehmen und die Renditen auf das eingesetzte Kapital in die Knie gehen, so dass von vorneherein klar wäre, dass sich die Geldpolitik mit dem Geldzins nach unten bewegen muss. Gleichwohl sind derzeit die Gewinne der Unternehmen und die Rendite, die mit dem vorhandenen Sachkapital erzielt wird, in einigen Ländern noch immer hoch. Das klingt paradox, lässt sich aber relativ leicht erklären. Wenn die Einkommen der Massen nicht mehr steigen, können die Unternehmen *für eine gewisse Zeit* noch ordentliche Geschäfte machen, weil es Mechanismen gibt, die die Konjunktur trotz schwacher Einkommen stützen.

Der erste Mechanismus dieser Art ist die Verminderung der Ersparnisse der privaten Haushalte bzw. deren Verschuldung (bei laxer Regulierung der Finanzmärkte). Das ist der Effekt, der in den USA (aber auch in Großbritannien) in den letzten zwanzig Jahren für eine Stabilisierung der Wirtschaftstätigkeit und für ordentliche Gewinne der Unternehmen gesorgt hat, obwohl diese allmählich dazu übergingen, die Arbeitnehmer nicht mehr in gleicher Weise wie vorher am Produktivitätsfortschritt zu beteiligen.

Auch staatliche Stützungsmaßnahmen gehen in die gleiche Richtung. Die Tatsache etwa, dass sich die öffentlichen Haushalte nach der Finanzkrise in fast allen Industriestaaten stärker verschuldet haben, war ein Gewinnstabilisierungsprogramm erster Güte. Zuvor schon hatten massive Steuersenkungen auf Kapitalgewinne für eine Stabilisierung der Renditen gesorgt.

Zudem können sich einzelne Länder bei der Stabilisierung der Gewinnsituation ihrer Unternehmen für eine begrenzte Zeit auf zusätzliche Verschuldung des Auslandes stützen (allerdings zu Lasten der Gewinnsituation der dortigen Unternehmen). Deutschland in der Europäischen Währungsunion ist der klassische Fall. Dann können selbst bei stagnierenden oder fallenden Arbeitseinkommen und steigender Produktivität die Gewinne erheblich steigen.

Betrachtet man zusätzlich zu den Gewinnen der Unternehmen den Marktwert der Unternehmen, wie er in Börsenbewertungen zum Ausdruck kommt, als Rendite auf das eingesetzte Kapital, kann es ho-

he (Schein-)Renditen geben, solange die Kurse an den Börsen steigen, ohne dass in der Realwirtschaft dynamisch in Sachkapital investiert wird (Stichwort Finanzcasino). In einem solchen Fall misst man hohe Kapitalrenditen. Niedrige Geldzinsen reichen dann offensichtlich nicht aus, die Sachinvestitionstätigkeit zu stimulieren, weil die meisten Unternehmen – zu Recht – die Börsenwerte nicht als Indikator dafür nehmen, dass sich neue Investitionen in Sachanlagen lohnen.

Alle diese temporär wirksamen Mechanismen sorgen dafür, dass die durchschnittliche Kapitalrendite hoch bleibt oder sogar noch steigt, obwohl die sie auf Dauer unterfütternde Sachinvestitionstätigkeit bereits auf dem Rückzug ist. Sind diese Mechanismen aber ausgereizt, was gegenwärtig wohl der Fall ist, gibt es für eine Notenbank wie die amerikanische, deren Mandat ausdrücklich einen hohen Beschäftigungsstand einschließt, keine Alternative zu einem Kurs, der in Richtung Nullzinsen führt. Für eine Zentralbank wie die europäische, bei der Inflationsbekämpfung im Vordergrund steht, tritt dieser Fall erst ein, wenn neben der Rezession auch eine Deflation droht, weil die Mitgliedsländer versuchen, über Lohnsenkung ihre Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen und so die Rezession auf Kosten anderer Staaten zu überwinden, um auf diese Weise ihre Arbeitslosigkeit zu senken, nämlich zu exportieren. Diese Konstellation ist nun in Europa gegeben, so dass auch die EZB nicht anders reagieren kann als mit einer Nullzinspolitik.

Diese Situation zeigt eindrücklich, dass positive nominale Geldzinsen in einer Marktwirtschaft keineswegs garantiert sind, sondern mit der wirtschaftlichen Entwicklung selbst zusammenhängen. Gelingt es nicht, das System so zu steuern, dass es (wieder) wachsen kann, kann es auch keine positiven Geldzinsen (mehr) geben. Der Fall Japan macht anschaulich, wie lange das dauern kann, nämlich mittlerweile schon fast 25 Jahre. Insofern ist ein positiver nominaler Geldzins kein Naturgesetz, keine „conditio sine qua non“ einer Marktwirtschaft, sondern er ist nur in einer *funktionierenden*, d.h. sich positiv entwickelnden Marktwirtschaft überhaupt möglich. Weil die Zentralbank die monetäre Marktwirtschaft (also die Marktwirtschaft, die sich prinzipiell dank der Geldschaffung aus dem Nichts *für Sachinvestitionen* dynamisch entwickeln kann) nur mit Hilfe der Geldzinsen steuern kann, kann sie positive Geldzinsen nur genau so lange gewähren, wie es eine positive realwirtschaftliche Dynamik in dieser Marktwirtschaft gibt. Ist die Dynamik weg, verschwindet auch der Zins.

Diese Überlegung entspricht weitgehend der Zinstheorie von J. A. Schumpeter, der (schon in seiner „Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung“) gezeigt hat, dass ein Zins nur gezahlt werden kann, wenn es Entwicklung gibt. Sie widerspricht diametral der „Theorie“ (und Empirie) von Thomas Piketty. Es ist sogar genau umgekehrt, wie Piketty glaubt. Er schließt aus seiner rein neoklassischen Theorie (wir haben das [hier](#) besprochen), dass das Kapital in seiner Bedeutung und seiner Macht zugenommen hat, weil das Wachstum schwach ist („capital is back because low growth is back“). Unterscheidet man konsequent Geldzins und Kapitalrendite, ist es genau umgekehrt: *Low growth is back because capital is back* (das Wachstum ist wieder schwach, weil die Macht des Kapitals wieder zugenommen hat). Und die „Macht des Kapitals“, also die hohen Renditen auf Kapital und seine Konzentration in den Händen weniger, ist eben *kein* Entwicklungsgesetz des Kapitalismus, sondern wurde jahrelang durch die gesamte Wirtschaftspolitik, also neben der Ordnungs-, der Fiskal- und der Lohnpolitik auch durch die Geldpolitik selbst befördert, der die Folgen dieser Fehlsteuerung nun auf die Füße fallen.

Die Tatsache, dass alle Notenbanken der Welt die Geldzinsen so niedrig und so lange niedrig halten

wie nie zuvor, belegt, dass die gestiegenen Kapitalrenditen der vergangenen Jahrzehnte kein Normalfall sind, sondern ein politisch erzeugter und (von den Profiteuren bis heute) gewollter Extremfall sind, der inzwischen die Handlungsfähigkeit der Notenbanken bedroht. Wollen die ihrem Mandat heute noch gerecht werden, bleibt ihnen nichts anderes, als zu unkonventionellen Maßnahmen zu greifen, ohne allerdings irgendeine Garantie dafür zu haben, dass sie damit Erfolg haben werden.

Wenn man erkennen will, warum sich das Wachstum in den entwickelten Volkswirtschaften in den letzten drei Jahrzehnten so bescheiden ausgenommen hat und ob und, wenn ja, welche Handlungsmöglichkeiten der Wirtschaftspolitik zur Verfügung stehen, das wieder zu verändern, bringt es nichts, die Kapitalrendite mit dem Wachstum zu vergleichen (und schon gar nicht anhand von Durchschnittswerten über Zeiträume von 50 und mehr Jahren hinweg, wie das Piketty tut, was in krassem Gegensatz zu den Handlungszeiträumen jeglicher Wirtschaftspolitik steht). Man muss sich schon darum bemühen, die wechselseitige Abhängigkeit beider Größen voneinander zu untersuchen und herauszufiltern, welche tatsächlich exogenen oder zumindest wirtschaftspolitisch beeinflussbaren Faktoren auf sie einwirken.

Das bedeutet konkret, dass man den *Geldzins* dem Wachstum gegenüberstellen muss, und zwar in kleineren Zeiträumen, um zu wirtschaftspolitisch hilfreichen Erkenntnissen zu gelangen. Ein Vergleich von Geldzins und Kapitalrendite auf der einen und der Sachinvestitionstätigkeit auf der anderen Seite ist ebenso aufschlussreich. Dabei würde man sehen – so viel ist jetzt schon klar –, dass es inzwischen eine Entkoppelung gibt zwischen dem Verhältnis von Kapitalrendite zu Geldzins und der Investitionstätigkeit. Wirkte früher eine Zunahme von Kapitalrendite zu Geldzins anregend auf die Sachinvestitionstätigkeit, ist das heute offenbar nicht mehr der Fall. Warum, dazu später mehr.

Festzuhalten bleibt: Die monetäre Marktwirtschaft kann nur funktionieren, wenn in einem geeignet regulierten Finanzmarktumfeld der Zins, den die Notenbanken setzen, ausreichend und rechtzeitig niedrig ist, um Wachstum zu erlauben und anzuschieben. Das war in der Vergangenheit keineswegs immer und überall der Fall. Wie es genau aussah, wollen wir im nächsten Stück dieser Serie zeigen.

Über den Autor

Veröffentlicht am: 10.06.2014 | Editiert am: 25.05.2016

Erschienen unter:

<https://makroskop.eu/2014/06/abo-artikel-unser-geldsystem-xix-der-zins-4/>