

### 3. Zinsen kann nur zahlen, wer Kredite produktiv verwendet

Woher nehmen die Kreditkunden das Geld für Zins und Tilgung? Wie stark darf der Kredit expandieren, ohne dass es zu Inflation oder zu Finanzkrisen kommt? Wer kann dafür sorgen, dass diese Grenzen eingehalten werden?

Das meiste Geld entsteht in unserem System wie gesehen, indem die Geschäftsbanken Kredit geben und in diesem Umfang ein Guthaben auf dem Girokonto der Kreditkunden gutschreiben. Der Kreditnehmer muss dieses Geld zum Ende der Laufzeit des Kredits zurückzahlen. Aber er zahlt es nicht nur zurück, er zahlt es mit Zins zurück. Ob und wie das geht, das hat die Menschen schon seit langem beschäftigt. Im frühen Christentum gab es, im Islam gibt es ein Zinsverbot. Viele um die Umwelt besorgte Menschen machen den Zins für einen Wachstumszwang verantwortlich, der letztlich die endliche Erde überfordern müsse.

Klar ist, dass die Banken das Geld bereitstellen müssen, mit dem ihre Kreditnehmer den Zins bezahlen sollen, denn der Zins muss ja ebenfalls in Geldeinheiten bezahlt werden, und das Geld schaffen die Banken per Kredit. Das Geld für die Zinszahlungen muss also durch zusätzliche Kreditvergabe entstehen. Einen Wachstumszwang schafft das erst einmal nicht. Nehmen wir an die Wirtschaft wächst nicht, der Nominalzins beträgt drei Prozent und die Preise steigen jedes Jahr um drei Prozent. Dann kann das ewig so weiter gehen.

Wenn Nominalzins und Inflationsrate gleich hoch sind, ist der Realzins (Nominalzins minus Inflation) allerdings null. Kreditrückzahlung einschließlich Zinsen ist dann nicht mehr wert als der Kreditbetrag zum Zeitpunkt der Kreditvergabe wert war. Die Bank macht dann keinen Gewinn.

Nehmen wir also an, der Realzins sei positiv. Zur Vereinfachung seien die Preise stabil und der Nominalzins (=Realzins) betrage zwei Prozent. Damit genug Geld für die Kreditrückzahlung mit Zins da ist, und die Wirtschaft nicht schrumpft, muss die Geldmenge um mindestens zwei Prozent pro Jahr steigen. Um diesen Prozentsatz steigt auch jedes Jahr die Verschuldung von Unternehmen, Haushalten und/oder Staat bei den Banken. Es dauert dann etwas über dreißig Jahre, bis sie sich verdoppelt hat. Wenn sich die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit der Kreditnehmer nicht in gleichem Maße erhöht, kann das

eine Weile gut gehen, aber nicht sehr lange. Irgendwann verlieren sie ihre Kreditwürdigkeit.

Die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit der Kreditnehmer insgesamt steigt im Gleichklang mit der Verschuldung, wenn die Wirtschaft pro Jahr um zwei Prozent mehr produziert.

Ist das jetzt der ökologisch gefährliche Wachstumszwang durch den Zins? Nein. Es gibt ihn nicht. Das kann man auf zwei Arten zeigen.

### **Wachstum führt nicht notwendig in die ökologische Katastrophe**

Einerseits müssen nicht jedes Jahr zwei Prozent mehr Güter produziert werden, um den positiven Zins zu erwirtschaften. Es reicht, wenn die Qualität der produzierten Güter um zwei Prozent besser wird, sodass sie einen höheren Preis erzielen. (Das wird nicht als Inflation gezählt, weil Qualitätsänderungen bei der Inflationsmessung berücksichtigt werden – zumindest im Prinzip.)

### **Das Zinssystem schafft keinen Wachstumszwang**

Zum anderen gibt es in unserem Geldsystem keinen Zwang zu einem positiven Realzins. Wenn etwa die Bevölkerung und die Wirtschaft schrumpft, ist es durchaus möglich, dass die Preise steigen, während der Nominalzins bei Null liegt, oder wenigstens niedriger als die Inflationsrate. Dann ist der Realzins negativ – und entfaltet entsprechend auch keinen Wachstumszwang. Das gleiche kann auch eintreten, wenn etwa die Wachstumsskeptiker an die Regierung kommen, und die Wirtschaft absichtlich schrumpfen. Kein Zinssystem wird sie daran hindern.

### **Entsteht der für die Zinsen nötige Einkommenszuwachs von selbst?**

Natürlich nicht. Das ist die Schwierigkeit, die von der herrschenden neoklassischen Lehre verwischt wird. Damit die Kreditnehmer ihre Kredite dauerhaft mit Zinsen zurückzahlen können, muss nicht nur in der Wirtschaft insgesamt genügend Wachstum entstehen, es muss auch noch bei den Kreditnehmern entstehen. Dabei ist kein Problem, dass der ein oder andere Haushalt und das ein oder andere Unternehmen zahlungsunfähig werden. Das ist einkalkuliert. Entweder es sind kleine Beträge, um die es geht, oder die Bank erhält die Sicherheiten, die der Kreditnehmer aufgeboden hat und macht dabei manchmal noch ein gutes Geschäft.

Anders sieht es aus, wenn ganze Klassen von Kreditnehmern nicht den nötigen Einkommenszuwachs haben, um langfristig kreditwürdig zu bleiben. Was schief gehen kann, sieht man am besten an Beispielen, wobei es reicht, ein paar Jahre in die Vergangenheit zu blicken, um die gefährlichsten Fehlentwicklungen zu sehen.

### **Problemfall 1: Kredite für Aktienspekulation**

Nehmen wir an, die Aktienkurse steigen eine Weile recht kräftig, vielleicht sogar aus gutem Grund. Immer mehr professionelle und private Investoren springen auf den fahrenden Zug auf, um nicht zurückzubleiben. Viele von ihnen, insbesondere die institutionellen Investoren tun dies nicht nur mit eigenem oder anvertrautem Kundengeld, sondern zusätzlich auf Kredit. Die Kreditmenge und damit die Geldmenge erhöht sich. Das zusätzliche Geld fließt in den Aktienmarkt und treibt dort die Preise noch weiter nach oben, was die Spekulation und die Kreditaufnahme zu spekulativen Zwecken noch weiter anheizt.

Das kann leicht zu zweistelligen Wachstumsraten des Kreditvolumens über mehrere Jahre hinweg führen. Es ist nicht unmöglich, dass die Wirtschaft mitwächst, aber wenn die kreditfinanzierte Spekulation heiß läuft, ist das nicht sehr wahrscheinlich. Zwar können sich die Unternehmen etwas von dem in den Aktienmarkt fließenden neuen Geld zur Investitionsfinanzierung holen, indem sie neue Aktien ausgeben. Für diese erhalten sie wegen der Kurssteigerung viel Geld. Und die Aktionäre, die sich reicher fühlen, kaufen mehr. Aber produktive Investitionen sind bei weitem nicht das einzige, was Unternehmen mit zusätzlichem Geld anstellen. Regelmäßig dreht sich das Fusions- und Übernahmekarussell schneller, wenn die Aktienkurse mancher Aktien kräftig steigen. Unternehmen, deren Aktien kräftig gestiegen sind, kaufen andere Unternehmen, deren Aktien nicht so stark gestiegen sind, und zahlen ganz oder teilweise mit eigenen Aktien und Krediten. Das treibt den Verschuldungsgrad der Wirtschaft noch weiter nach oben, ohne dass dadurch (in gleichem Maße) zusätzliche Produktionskapazitäten geschaffen würden.

Das geht nur so lange gut, wie die Aktienkurse weiter steigen. Hören sie auf zu steigen, bekommen die hoch verschuldeten Investoren kalte Füße und verkaufen. Die Kurse fallen, die Werte, mit denen kalkuliert wurde sind weg. Die Schulden sind noch da. Die Überschuldungskrise beginnt.

Damit es nicht irgendwann zu einer Überschuldungskrise kommt, darf auf Dauer nur so viel neues Kreditgeld für Aktienkäufe geschaffen werden, wie die Aktienkurse nachhaltig, also in Einklang mit den dauerhaften Gewinnen der Unternehmen, steigen können. Weil die Spekulanten neben der Kreditrückzahlung auch Zinsen leisten müssen, muss die Kreditausdehnung sogar etwas hinter der dauerhaft möglichen Aktienkurssteigerung zurückbleiben.

Das Vorangegangene war die Beschreibung dessen, was in der Dotcom-Aktienblase Ende der 1990er Jahre bis 2001 passierte. Sie wurde relativ schnell bewältigt, weil die Notenbanken zielsicher eine neue Blase aufbliesen und damit überleiteten zu:

### **Problemfall 2: Kredite für Immobilienspekulation**

Weil Wohnen ein Grundbedürfnis ist, sind wir es nicht gewohnt, den Kauf eines Hauses als spekulative Geldanlage zu betrachten. Viele, die sich ein Haus zur Eigennutzung kaufen, handeln auch nicht als Spekulanten. Aber sie sind es nicht, die starke Preisschwankungen verursachen. Diese werden vielmehr von den privaten oder institutionellen Investoren verursacht, die Immobilien wegen der Mieten und der erhofften Wertsteigerungen kaufen. Mal sind das wenige, die vor allem eigenes oder zur Anlage anvertrautes Geld investieren, mal sind es viele, die auch noch viel Fremdkapital, sprich Kredite, einsetzen.

Immobilienkredite sind regelmäßig eine der größten Kreditklassen. Typischerweise kommt also ein großer Teil des neu geschaffenen Geldes über eine Ausweitung der Immobilienkredite in Umlauf. Der Grad der Ausdehnung oder – manchmal – Kontraktion richtet sich nach dem Ausmaß der Immobilienspekulation. Für diese gilt genau das gleiche, wie oben für Kredite an Aktienspekulanten. Damit es nicht zu einer Blase kommt, die irgendwann platzt, dürfen die Immobilienkredite nur so stark zunehmen, wie die Preise der Immobilien nachhaltig steigen können. Während der Immobilienblase in den USA, Spanien, Griechenland und anderen Ländern Anfang der 2000er Jahre konnte man, wenn man wollte, relativ leicht sehen, dass das nicht mehr der Fall war. Das Verhältnis von Immobilienpreise zu den Mieteinnahmen stieg weit über das normale Maß hinaus. Die Käufer, die viel Kredit einsetzten, kauften also nicht wegen der durch Mieten erzielbaren Rendite, sondern in der Erwartung immer weiterer, überdurchschnittlicher Wertsteigerungen. Da die

Immobilien immer mehr Wert wurden, gaben die Banken großzügig Kredit, denn sie hatten ja die – vermeintlich – sehr wertvollen Immobilien als Sicherheit.

In Spanien, Irland und Griechenland stieg das Volumen der ausstehenden Immobilienkredite über eine Reihe von Jahren hinweg mit zweistelligen Raten bis zu dreißig Prozent.

Wenn die Immobilienspekulation heiß läuft, kurbelt das auch die Wirtschaft an. Es werden neue Häuser gebaut. Die Löhne der Bauarbeiter und die Beschäftigung steigen. Es werden mehr Möbel und andere Einrichtungen gekauft. Auch wer kein Haus kauft, sondern schon eines besitzt, fühlt sich reicher, gibt mehr von seinem Einkommen aus, und kann notfalls auch leicht zusätzlich Kredit bekommen, um mehr auszugeben.

Die Wirtschaft wächst also mit, wenn auch nicht unbedingt in gleichem Maße. Doch es tritt dabei ein Problem auf, das die vorherrschende neoklassische Wirtschaftstheorie vernachlässigt oder ganz ignoriert. Wirtschaftliche Aktivitäten sind nicht austauschbar, sondern sehr spezifisch. Das Wirtschaftswachstum in einer solchen Phase der Immobilienspekulation ist stark auf den Immobiliensektor ausgerichtet und von dessen Entwicklung abhängig. Wenn die Blase platzt legt auch die Wirtschaft den Rückwärtsgang ein und die zusätzlichen Produktionskapazitäten, die im Boom geschaffen wurden, werden wertlos. Sie lassen sich eben nicht einfach in die Produktion von Exportgütern oder Musik umwidmen. Deshalb können die massenhaft ausgereichten Immobilienkredite nicht alle bedient werden, schon gar nicht mit Zinsen.

### **Fall 3: Konsumentenkredite**

Konsumentenkredite sind relativ unproblematisch, weil es bei ihnen keine selbstverstärkenden Prozesse gibt. Wenn die Banken aus irgendeinem Grund die Kredite an Konsumenten stark ausdehnen, etwa weil sie ihre Kreditstandards lockern, dann führt das zu steigender Nachfrage. Wenn die Unternehmen genügend ungenutzte Kapazitäten haben, was fast immer der Fall ist, steigt die Beschäftigung. Es wird mehr produziert und in der Folge auch mehr investiert.

Anders als bei Immobilienkrediten, die ähnliche Effekte haben, kommt es nicht zu einem überproportionalen Anstieg der Sicherheiten, die die Kreditnehmer bieten können, und nicht zu sich selbst verstärkenden Spekulationszyklen. Das Einkommen der Konsumenten mag aufgrund der Mehrnachfrage steigen, und damit auch ihre Verschuldungsfähigkeit. Aber wenn die Banken ihre Standards nicht immer weiter lockern, ist eine Entwicklung von Verschuldungsfähigkeit und Verschuldung im Gleichschritt zu erwarten.

#### **Fall 4: Investitionskredite**

Der aus gesellschaftlicher Sicht mit großem Abstand vorteilhafteste Kredit ist der Investitionskredit an Unternehmen und Selbständige. Diese Art von Kredit sät eine Saat, aus deren Ernte er mit Zins zurückgezahlt werden kann. Als Investitionen zählen in diesem Sinne allerdings nur Ausgaben in die Erweiterung der Produktionskapazitäten, also Ausgaben für Maschinen und Betriebsgebäude, im weiteren Sinne auch die Vorfinanzierung von Löhnen, Pachten und sonstigen Kosten der Produktion. Nicht dazu zählen Kredite für „Investitionen“ in nicht selbst genutzte Immobilien, in den Kauf anderer Unternehmen oder sonstige „Finanzinvestitionen“. Wenn der Unternehmer bzw. das Unternehmen mit der neuen oder ausgeweiteten Produktion Gewinn machen, können sie auch den Kredit mit Zinsen zurückzahlen.

#### **Wie stark kann die Geldmenge steigen, bevor es Inflation gibt?**

Das ist die falsche Frage, weshalb die Strategie der Geldmengensteuerung nach Milton Friedman auch nie funktioniert hat. Die zugrundeliegende Quantitätstheorie des Geldes besagte, vereinfacht ausgedrückt, dass sich die Preise danach bestimmen, wie groß die Geldmenge im Verhältnis zu den in einem Jahr produzierten Gütern und Dienstleistungen ist. Dabei wird die Geldmenge noch mit einem Umlauffaktor multipliziert, der angibt, wie oft es in einem Jahr den Besitzer wechselt, also für Käufe genutzt wird. Diese Theorie ignoriert, wofür das Geld geschaffen und verwendet wurde. Es macht eben einen riesigen Unterschied, ob Kredite für Aktienspekulation die Geldmenge aufgebläht haben, oder Kredite für Unternehmensinvestitionen oder Kredite für Konsum.

Im ersten Fall steigen vor allem die Aktienkurse und die Kurse sonstiger Vermögenswerte. Da die institutionellen Investoren, auf die es vor allem

ankommt, Geld als Prozentsatz ihrer insgesamt gehaltenen Vermögenswerte halten, wird umso mehr Geld für solche spekulativen Zwecke gehalten, je höher die Kurse. Dieses Geld wird nicht für Konsum oder Sachinvestitionen eingesetzt und treibt daher auch nicht die Güterpreise – zumindest nicht direkt. Ähnliches tritt auf, wenn immer mehr Geld in den Immobiliensektor fließt. Weil die Zentralbanken aber allein auf die Verbraucherpreise geachtet haben, dachten sie irrtümlich die Geldmengenausdehnung sei kein Problem.

Korrekt muss die Frage lauten: Wie stark dürfen die Volumina der verschiedenen Kreditarten steigen, damit keine Inflation bei den Verbraucherpreisen entsteht und damit keine Blasen bei den Preisen für Vermögenswerten entstehen. Diese Frage ist leider viel komplizierter zu beantworten. Für die Preisblasen an den Vermögenmärkten haben wir bereits eine Antwort skizziert.

Bei den Verbraucherpreisen ist es recht kompliziert, weil alle Kreditarten indirekt auch auf die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen und auf die Produktionsmenge wirken. In der vorherrschenden Theorie der Neoklassik sind immer alle Produktionskapazitäten voll ausgelastet, was weltfremder Unsinn ist. In der Realität sind sie fast immer deutlich unterausgelastet. Steigt die Geld- und Kreditmenge und damit die Nachfrage, steigt auch die Produktion. Es ist nicht vorher klar oder berechenbar, was stärker steigt, ob es also zu Preissteigerungen kommen wird. Das hängt vor allem davon ab, ob und wie stark in der Folge die Löhne steigen. Und das hängt von den institutionellen Gegebenheiten ab.

### **Wer lenkt die Kredite in die beste Verwendung?**

Bis etwa in die 1970er Jahre war Kreditlenkung durch die Zentralbank üblich. Die Bundesbank tat das, die Bank von Japan ebenso. Danach wurde der Finanzsektor im Glauben an die Effizienz einregulierter Finanzmärkte dereguliert. Der neue Glaubenssatz ist, dass die Banken am besten wissen, wem sie profitabel und möglichst gefahrlos Kredit geben können. Dieser Glaubenssatz hat sich als ein sehr teurer Irrtum entpuppt. Es gibt in der Realität so gut wie nichts, was ohne regulierendes Eingreifen einer zentralen Instanz dafür sorgen würde, dass Kredite für Spekulationszwecke, ob mit Aktien, Immobilien oder Unternehmensanteilen, in dem Rahmen bleiben, der durch langfristig tragfähige Wertsteigerungen der Investitionsobjekte gerechtfertigt

ist. Meist gibt es zumindest anfangs einen guten Grund, warum die Aktien oder die Immobilien überproportional im Wert steigen. Es ist sehr schwer genau zu bestimmen, wann vernünftige Wertsteigerungen in spekulative getriebene Preisexzesse übergehen. Doch man kann davon ausgehen, dass an diesem – nicht genau bekannten Punkt – das Spekulationsfieber besonders ausgeprägt, die Wertsteigerungen gerade besonders hoch sind. Die Banken und ihre Anteilseigner müssten schon extrem weitsichtig sein, und davon ausgehen, dass niemand ihnen helfen würde, wenn es später Probleme geben sollte, um ausgerechnet dann, wenn fast alle überzeugt sind, dass die Werte weiter steigen werden, die Kreditfinanzierung zu verweigern.

In der Praxis lassen sich die Banker ebenfalls von der Begeisterung anstecken. Und in der Praxis wissen sie sehr genau, dass Staat und Zentralbank die Banken nicht fallen lassen können, wenn allen zusammen eine Spekulationsblase um die Ohren fliegt, die sie gemeinsam aufgepumpt haben. Selbst wenn sie es besser wissen, haben sie daher keinen guten geschäftlichen Grund, die anderen Banken allein das Geschäft mit den Spekulanten machen zu lassen.

### **Was ist zu tun?**

Mit einem einzigen Instrument, dem Leitzins, zu dem die Banken sich bei der Zentralbank refinanzieren können, kann man kaum hoffen, die Ausdehnung der Kredite für Finanzspekulation, für Immobilienspekulation, für Konsum und für Investitionen steuern zu können, die sehr unterschiedlichen Gesetzmäßigkeiten und Dynamiken folgen. Wenn die Aktienspekulation heiß läuft, aber die Arbeitslosigkeit noch hoch oder zumindest beträchtlich ist, ist die Notwendigkeit von Zinserhöhungen, die die Wirtschaft drosseln, schwer zu vermitteln.

Solange es niemand gelingt, einen funktionierenden Mechanismus zu entwickeln, der dafür sorgt, dass die Banken automatisch die Ausdehnung der verschiedenen Kreditarten auf das beschränken, was mit dauerhafter Kreditwürdigkeit der Kreditnehmer vereinbar ist, bleibt nur die gute alte Kreditlenkung.

Anders als bei der Geldmengensteuerung, weiß man bei der Kreditlenkung als Zentralbank ganz genau, wohin das neue Geld fließt. Wenn die Kredite an Finanzinvestoren stark steigen so kann die Zentralbank, den Banken die

Vorgabe machen, dass sie ihre entsprechenden Kredite nicht um mehr als x Prozent ausdehnen dürfen. Dasselbe, wenn die Immobilienkredite übermäßig stark steigen. Sie muss nicht gleichzeitig die produzierende Wirtschaft dämpfen.

Dabei muss die Zentralbank keine exakte Kenntnis davon haben, wo die richtige Wachstumsrate liegt. Wenn sie zum Beispiel errechnet, dass die maximal langfristig tragfähige Wachstumsrate der Immobilienkredite irgendwo zwischen zwei und sechs Prozent liegt, dann ist es schon ein großer Gewinn wenn die Steigerungsrate wenigstens auf sechs Prozent begrenzt wird.

In Regulierungszirkeln gibt es Vorschläge und erste Regulierungsansätze, die in eine ähnliche Richtung gehen wie die Kreditlenkung. Aber sie tun es verschämt. Die Idee ist, dass die Regulierer den Banken vorschreiben, dass sie von den Kreditnehmern höheres Eigenkapital und mehr sonstige Sicherheiten verlangen müssen, wenn die Regulierer die Gefahr einer Blase diagnostizieren. Das sieht etwas weniger interventionistisch aus. Insbesondere vermeidet es offene Mengengrenzungen obwohl genau diese das Ziel sind. Begrenzen die Regulierer stattdessen die Menge, passiert genau das Gleiche, nur zielgenauer. Die Banken, die ihre Kreditvergabe nicht mehr so stark ausdehnen dürfen, werden wählerischer und verlangen von Kreditkunden mehr Eigenkapital und höhere Sicherheiten.

### **Resümee:**

Unser Geldsystem übt über den Zins keinen Wachstumszwang aus. Der Zins kann sich umgekehrt auch auf Nichtwachstum einstellen. Der Kredit schafft nur dann selbst die Voraussetzungen für seine spätere Tilgung mit Zinsen, wenn er für produktive Zwecke vergeben wird. Es gibt aber keinen Mechanismus, der automatisch dafür sorgt, dass die Banken Kredite so vergeben, dass die Kreditnehmer sie auch (mit Zins) zurückzahlen können. Das ist eine staatliche Koordinierungsaufgabe. Insbesondere haben die Regulierer dafür zu sorgen, dass das Wachstum der Kreditvergabe für spekulative Zwecke eng begrenzt ist – also Kredite für Aktienkäufe, Unternehmenskäufe, Immobilieninvestments und ähnliches.