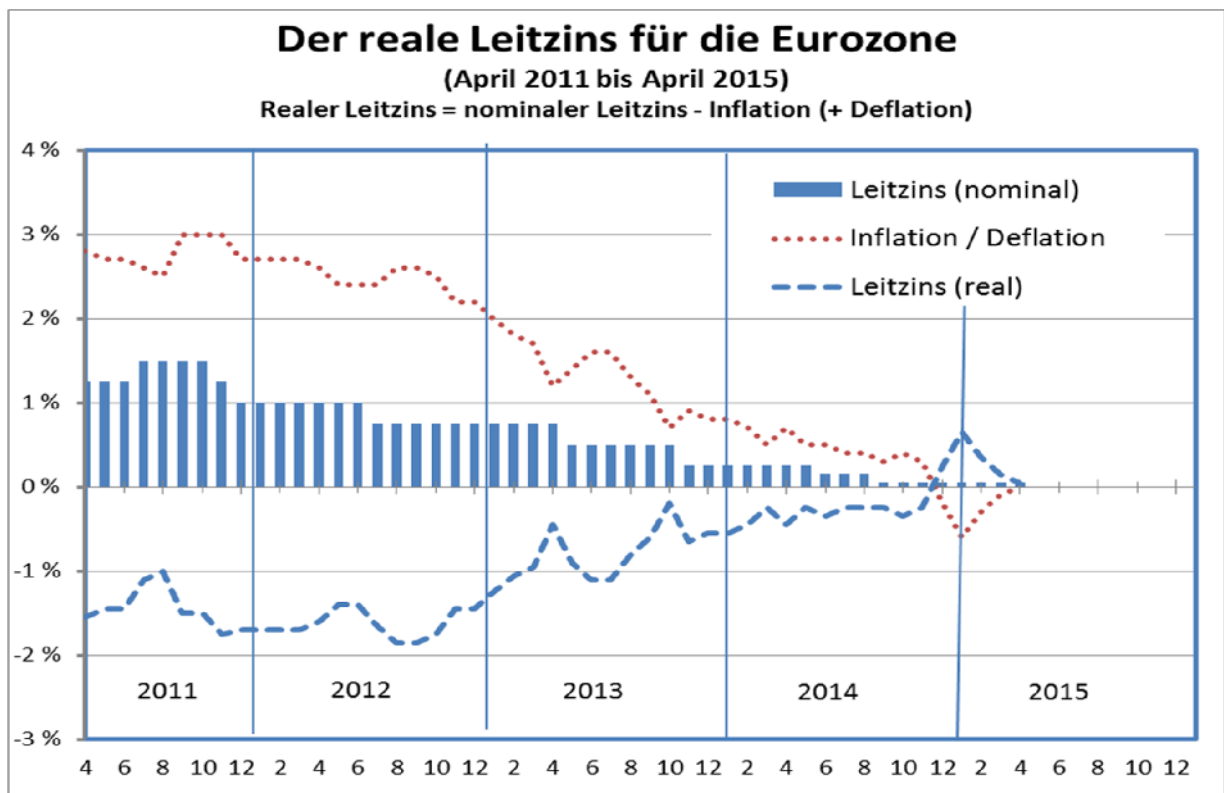




## SffO-Position

# Der Euro-Leitzins ist nicht konjunkturgerecht

Obwohl die EZB ihren wichtigsten Leitzins, den Hauptrefinanzierungssatz, seit 2011 wiederholt gesenkt hat, ist er **real** seit Herbst 2012 bis Ende 2014 **um über 2% gestiegen**. Das war eine **zu wenig beachtete Ursache** des negativen BIP-Wachstums in den Jahren 2012 und 2013 sowie der weiterhin andauernden **Wachstumsschwäche**. Ungewollt wurden im Euroraum die Wachstumswirkungen durchgeführter Strukturreformen geldpolitisch gebremst.



Quellen: Leitzins: EZB; Inflation: <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/inflation.en.html>

Die Wachstumsrate des realen BIP und die Arbeitslosigkeit im Euroraum:

Jahr	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Wachstum	2%	1,6%	-0,8%	-0,4%	0,9%	-
Arbeitslosigkeit	10,0%	10,1%	11,3%	12%	11,6%	11,1%

Quelle: Eurostat - jeweiliger Euroraum; Jahresdurchschnitte, aber 2015 nur April

-  
Dass der Leitzins *real* um über 2% gestiegen ist, wurde von der Öffentlichkeit nicht bemerkt. Eine *nominelle* Leitzinserhöhung solchen Ausmaßes hätte vor dem Hintergrund der Wachstumsschwäche und hohen Arbeitslosigkeit im Euroraum einen Aufschrei der Empörung hervorgerufen.

Das fehlende Bewusstsein dafür, welche Wirkungsrichtung der Leitzins in diesen Jahren tatsächlich hatte, ist erstaunlich, weil die Fähigkeit, bei Zinsen zwischen deren nominaler und realer Entwicklung zu unterscheiden, schon lange sehr weit verbreitet ist. Aber wirklich sicher damit umgehen können offenbar Viele doch noch nicht. Über nominale Zinsentwicklungen wird deutlich berichtet, über reale nur gelegentlich im Kleingedruckten. Erinnern möchte ich nur an das große Aufhorchen, als die EZB erstmals nominal negative Zinsen auf Guthaben der Banken forderte. Dabei waren diese real betrachtet schon seit vielen Jahren im negativen Bereich – wenn auch noch nicht weit genug, wie die stets unbefriedigende Konjunktur beweist.

Die Vehemenz, mit der EZB-Präsident Draghi die Wiederherstellung der angestrebten Höhe der Inflationsraten ansteuert, zeigt, dass ihm die Wirkung der Realzinsen bewusst ist. Aber ihm ist vorzuhalten, dass er sie der Öffentlichkeit nicht genau erläutert. Hier besteht Nachholbedarf in der Kommunikation der Notenbankpolitik, damit sie wirksamer wird. Geradezu grotesk ist es, immer wieder lesen zu müssen, die EZB habe die Leitzinsen zu sehr gesenkt. Haben wir denn im Euroraum eine überschäumende Konjunktur mit Preissteigerungen? Es ist der EZB mit den Senkungen der nominalen Zinsen doch nicht einmal gelungen, das Steigen der kurzfristigen Realzinsen zu verhindern! Sie hat den Anstieg damit nur abgeschwächt. Ohne die nominellen Leitzinssenkungen wäre der Anstieg der Realzinsen noch stärker ausgefallen. Das hätte die Inflationsraten noch rascher nach unten in die Deflation getrieben und vielleicht sogar eine Deflationsspirale ausgelöst. Was hätten dagegen frühere nominelle Leitzinssenkungen und Anleihekäufe (Vorbild USA) nicht alles bewirken können!

Diese Erfahrungen mit der öffentlichen Wahrnehmung realer Zinsentwicklungen sind ein starkes Argument für Geldwertstabilität im engen mathematischen Sinne, also eine Inflations-/Deflationsrate von +/- 0%. Denn dann stimmen Nominal- und Realzinsen überein. Jeder sieht dann, was wirklich geschieht und beurteilt die volkswirtschaftliche Wirkungsrichtung umstandslos zutreffend. Mehr Argumente dazu im gemeinsamen Positionspapier des SffO u. a. „Stabile Währung durch Haltegebühr auf Geld“.

Aber solange die Wertaufbewahrungsfunktion des Zentralbankgeldes nicht durch Gebühren ausreichend eingeschränkt wird, muss die Zentralbank Inflationsraten anstreben. Sie bleiben zwar politisch weitgehend unwidersprochen, werden aber offenbar in ihrer Notwendigkeit doch noch nicht voll verstanden. Denn sonst wäre auch schon allgemein klar, dass sie eine gewisse Mindesthöhe (4%, sicherheitshalber 5%) haben müssen, damit sie stabil bleiben. Nur dann kann mit ihnen sicher kalkuliert werden. Sie sind, wie gesagt, auch bei gelungener Stabilisierung nur die zweitbeste Lösung zur Einschränkung der Wertaufbewahrungsfunktion des Zentralbankgeldes, zu dem auch das Bargeld gehört.

Zurzeit spricht manches dafür, dass es der Europäischen Zentralbank gelingen wird, die Inflationsraten wieder nach oben zu treiben und damit reale Zinssenkungen in den negativen Bereich hinein sowie eine Stützung der Konjunktur zu bewirken. Es bleibt jedoch zu befürchten, dass ihr die Stabilisierung der Inflationsraten so wenig gelingen wird wie bisher. Dafür ist ihr Inflationsziel zu niedrig. – Die kommende Entwicklung soll durch Fortschreibung obiger Grafik weiter beobachtet werden.

15. Juni 2015

*Eckhard Behrens*  
SffO-Vorstandsmitglied