

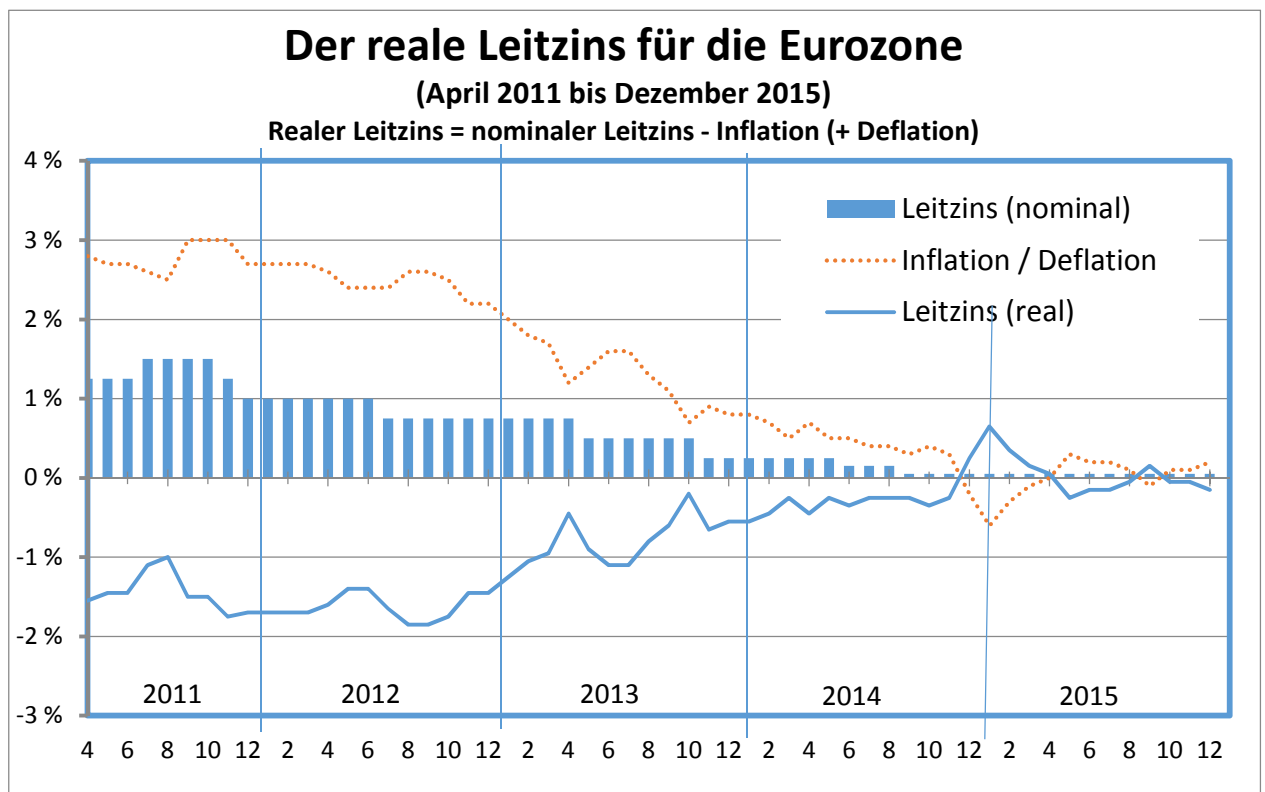


SffO-Position – 3. Fortschreibung

Der Euro-Leitzins ist nicht konjunkturgerecht

Obwohl die EZB ihren wichtigsten Leitzins, den Hauptrefinanzierungssatz, seit 2011 wiederholt gesenkt hat, ist er **real** von September 2012 bis September 2015 **um volle 2% gestiegen**. Denn die **EZB** ist seit Ende 2012, also **seit 3 Jahren, erfolglos in ihrem Bemühen, ihr Inflationsziel zu erreichen**.

Die Folge ist real betrachtet eine **ungewollte Leitzinserhöhung in einer Zeit zu schwacher Konjunktur**. Die Südländer des Euroraumes waren die Leidtragenden. Ihre „neoliberalen“ Anstrengungen mussten zunächst die konjunkturellen Bremswirkungen ausgleichen und zeigten darüber hinaus kaum noch positive Wirkungen. Die Reformen gerieten zu Unrecht in den Ruf völlig wirkungslos gewesen zu sein.



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 bleiben enttäuschend:

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

Quelle: Eurostat - jeweiliger Euroraum; Jahresdurchschnitte, 2015 nur 3. Quartal (BIP) bzw. Dezember

Dass der Leitzins *real* um volle 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 den letzten 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 immer deutlich berichtet, über reale nur gelegentlich im Kleingedruckten. Als die EZB erstmals nominal negative Zinsen auf Zentralbankguthaben der Geschäftsbanken forderte, war die mediale Aufregung groß und anhaltend. Dabei waren diese Zinsen *real* betrachtet schon seit vielen Jahren im negativen Bereich! – Wie die seit langem **unbefriedigende Konjunktur im Euroraum** insgesamt beweist, waren die **Leitzinsen real noch nicht genug negativ**.

Die Vehemenz, mit der **EZB-Präsident Draghi** die Wiederherstellung der angestrebten Höhe der Inflationsraten ansteuert, lässt vermuten, dass ihm **die Wirkung der Realzinsen bewusst** ist. Wenn diese Vermutung richtig ist, ist ihm vorzuhalten, dass er **die Bedeutung der Realzinsen der Öffentlichkeit nicht genau erläutert**. Hier besteht **Nachholbedarf in der Kommunikation der Notenbankpolitik**, damit sie wirksamer wird. Es ist doch geradezu grotesk, 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 nominelle Leitzinssenkungen und Anleihekäufe, die nach dem Vorbild USA früher erfolgt wären, nicht alles positiv bewirken können!** Die Fed hat die Arbeitslosigkeit halbiert.

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 auf den ersten Blick, was wirklich geschieht, und beurteilt die volkswirtschaftliche Wirkungsrichtung umstandslos zutreffend. Mehr Argumente dazu im gemeinsamen Positionspapier des SffO und anderer Institutionen und Wissenschaftler „Stabile Währung durch Haltegebühr auf Geld“, www.geldreform.eu.

Solange die Wertaufbewahrungsfunktion des Zentralbankgeldes, zu dem auch das Bargeld gehört, nicht gezielt ausreichend eingeschränkt wird, **muss die Zentralbank leider Inflationsraten anstreben**. Sie bleiben zwar politisch weitgehend unwidersprochen, werden aber in ihrer Notwendigkeit doch noch nicht voll verstanden. Denn sonst wäre auch schon allgemein klar, dass sie wie eine Haltegebühr die Wertaufbewahrungsfunktion spürbar einschränken und eine **Mindesthöhe** (4%, sicherheitshalber 5%) haben müssen, **damit sie stabil bleiben**. Bisher schwanken die Raten, weil das Inflationsziel zu niedrig ist. Nur ausreichend hohe **Inflationserwartungen** stabilisieren das Verhalten. Nur stabil erfüllen Inflationsraten ihren geldpolitischen Zweck. Nur mit stabilen Raten kann sicher kalkuliert und die Gerechtigkeit gewahrt werden.

Die Inflationsraten stagnieren immer noch auf zu niedrigem Niveau. Allgemein wachsen die Zweifel, dass es der Europäischen Zentralbank gelingen wird, die Inflationsraten wieder nach oben zu treiben. Die lange Zeit fest verankerten **Inflationserwartungen sind gesunken**. Die Ankündigung von Anleihekäufen und ihr Vollzug haben daran nicht viel geändert, weil **nicht gleichzeitig ein höheres Inflationsziel angekündigt** worden ist, um damit reale Zinssenkungen in den negativen Bereich hinein zu bewirken und so die Konjunktur zu stützen. Die EZB deutet an, in der März-Sitzung weitere Lockerungen zu beschließen.

17. Februar 2016

Eckhard Behrens, SffO-Vorstandsmitglied