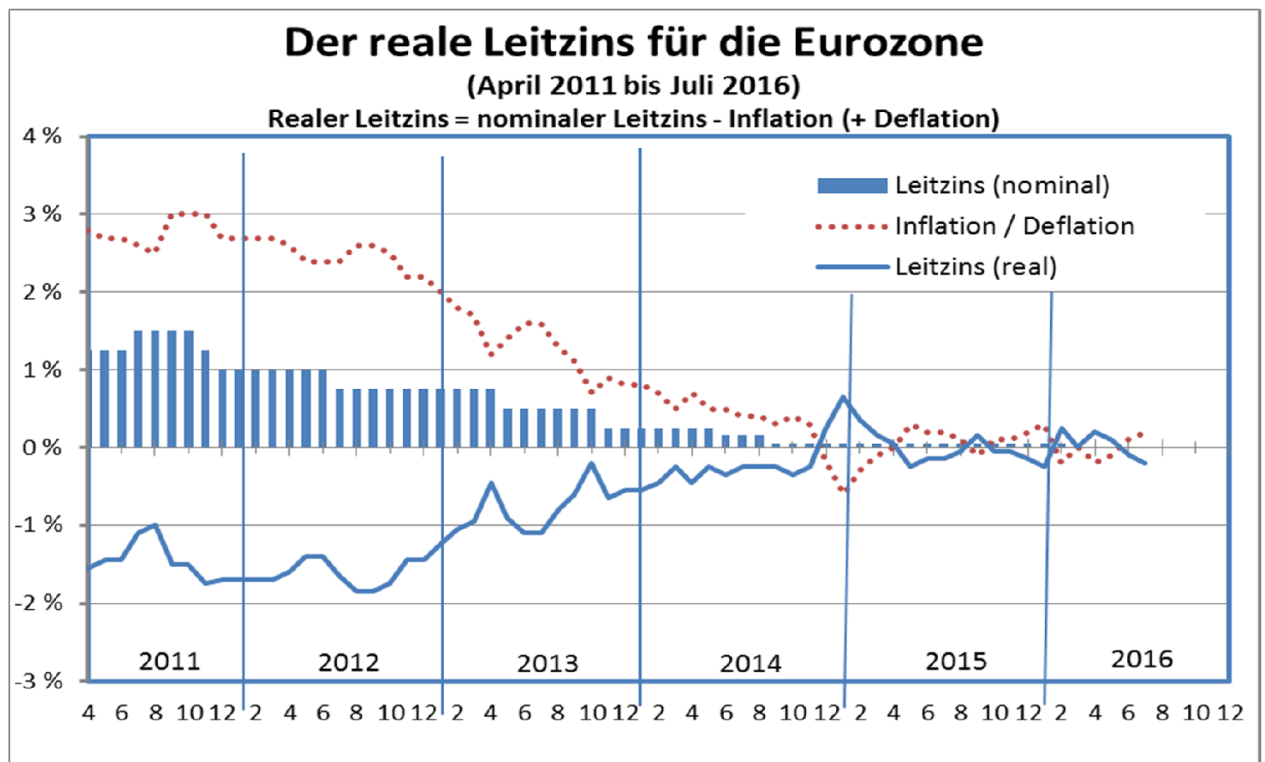


SffO-Position – 4. Fortschreibung

Der Euro-Leitzins ist nicht konjunkturgerecht

Obwohl die EZB ihren wichtigsten Leitzins, den Hauptrefinanzierungssatz, seit 2011 wiederholt und schließlich bis auf null Prozent gesenkt hat, ist er seit 2012 **real deutlich gestiegen**. Denn trotz gegenteiliger Bemühungen der EZB ist die **Inflationsrate** seither **gesunken** und verharrt an der Grenze zur Deflation.



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

Die Folge abgesackter Inflationsraten ist eine **ungewollte reale Leitzinserhöhung in einer Zeit zu schwacher Konjunktur**. Daher bleiben die **Wachstumsrate des realen BIP** und die **Arbeitslosigkeit** im Euro-Raum enttäuschend:

Jahr	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Wachstum	2,1%	1,6%	-0,9%	-0,3%	0,9%	1,7%	-
Arbeitslosigkeit	10,0%	10,1%	11,3%	12%	11,6%	10,4%	10,1%

Quelle: Eurostat - jeweiliger Euroraum; Jahresdurchschnitte; für 2016 Arbeitslosigkeit vom Juni 2016

Die Südländer des Euroraumes waren die Leidtragenden. Ihre „neoliberalen“ Anstrengungen mussten zunächst die **konjunkturellen Bremswirkungen der realen Leitzinserhöhung** ausgleichen und zeigten darüber hinaus kaum noch positive Wirkungen. Die Reformen gerieten zu Unrecht in den Ruf, völlig wirkungslos gewesen zu sein. Sie hatten aber nicht die Aufgabe, Versagen der EZB zu kompensieren.

Dass der Leitzins bis Ende 2014 real um volle 2% gestiegen ist, wurde von der Öffentlichkeit nicht bemerkt. Eine *nominale* Leitzinserhöhung solchen Ausmaßes hätte vor dem Hintergrund der Wachstumschwäche 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 und die Taylor-Regel bestätigt, waren die **Leitzinsen real noch nicht negativ genug**.

Die Vehemenz, mit der **EZB-Präsident Draghi** die Wiederherstellung der angestrebten Höhe der Inflationsraten von unter, aber nahe 2% 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 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 nominalen Leitzinssenkungen wären der Anstieg der Realzinsen und die konjunkturelle Bremswirkung noch stärker ausgefallen. Das hätte die Inflationsraten noch rascher in Richtung Deflation getrieben und vielleicht sogar eine Deflationsspirale ausgelöst.

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 .

Die Inflationsraten stagnieren seit Jahren auf zu niedrigem Niveau. Allgemein wachsen die Zweifel, dass es der Europäischen Zentralbank gelingen wird, sie wieder nach oben zu treiben. Infolgedessen sind die lange Zeit fest bei 2% verankerten **Inflationserwartungen gesunken**. Die Anleihekäufe haben daran nicht viel geändert, weil **nicht gleichzeitig ein höheres Inflationsziel angekündigt** worden ist. Das Festhalten am alten, unzureichenden Inflationsziel hat ihre geldpolitische Wirkung geschwächt. Dieser Fehler muss mit großem Nachdruck korrigiert werden. Nur Leitzinsen, die real deutlich negativer sind, als sie schon einmal waren, wären heute konjunkturgerecht.

Solange negative Zinsen bei Anlegern und Banken eine **Flucht ins Bargeld** auslösen, können die Notenbanken die nominalen Leitzinsen nicht in nennenswertem Maße negativ festsetzen. Sie können **nur höhere Inflationsraten** als bisher nutzen, um die Leitzinsen wenigstens real ausreichend negativ zu machen. Da die Inflation auch das Bargeld entwertet, versperrt sie Anlegern und Banken diesen Fluchtweg, auch wenn die Notenbank die realen Leitzinsen erheblich stärker als heute ins Negative drückt. Der inflatorische Wertverlust des Bargeldes wirkt wie ein **negativer Zins auf Bargeldhaltung**.

Der **Spielraum der Geldpolitik** ist abhängig von der nominalen Höhe des Leitzinses einerseits und der Höhe der Inflationsrate andererseits. Daraus ergibt sich, dass die Inflationsraten **ständig eine Mindesthöhe** von 4%, sicherheitshalber **5%** haben müssen, um der Notenbank einen möglichst großen **Spielraum für ihre nominalen Leitzinsentscheidungen** einzuräumen. Die nominalen Leitzinsen werden dann nicht mehr jahrelang an der Nulllinie kleben.

Ein weiterer Vorteil höherer **Inflationsraten** ist, dass sie **stabil bleiben**. Bisher schwanken die Inflationsraten, weil das Inflationsziel von unter, aber nahe 2% zu niedrig ist. Denn es wird noch als Geldwertstabilität empfunden und erlaubt Verbrauchern und Anlegern ein scheinbar verlustfreies Verharren in der Liquidität. Davon machen sie in unterschiedlichem und schwankendem Umfang Gebrauch. Das **Schwanken der Verbraucher** zwischen Liquiditätshaltung und Ausgabe destabilisiert die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und mit dieser die Inflationsrate. **Das Schwanken der Anleger** zwischen liquiden kurzfristigen und weniger liquiden mittel- und langfristigen Geldanlagen destabilisiert die Finanzmärkte. **Nur ausreichend hohe Inflationserwartungen stabilisieren** das Verhalten der Konsumenten und Anleger, indem sie ein ständiges Bemühen bewirken, **überflüssige Liquiditätshaltung zu vermeiden**. Die Folge ist bei den Verbrauchern ein konjunkturgerechtes Ausgabeverhalten – von manchen gleich übertrieben als Flucht in die Sachwerte bezeichnet. Bei den Sparern verändert sich das Anlageverhalten durch eine steiler werdende Zinsstrukturkurve, weil die Inflationsraten das nominale Zinsniveau am langen Ende erhöhen. Es entsteht eine Tendenz zur längerfristigen Anlage, die den Banken übertriebene Klimmzüge bei der Fristentransformation erspart. **Nur stabil erfüllen Inflationsraten ihren geldpolitischen Zweck**. Nur mit stabilen Raten kann sicher kalkuliert und den inflatorischen Verzerrungen von Vertragsverhältnissen begegnet werden.