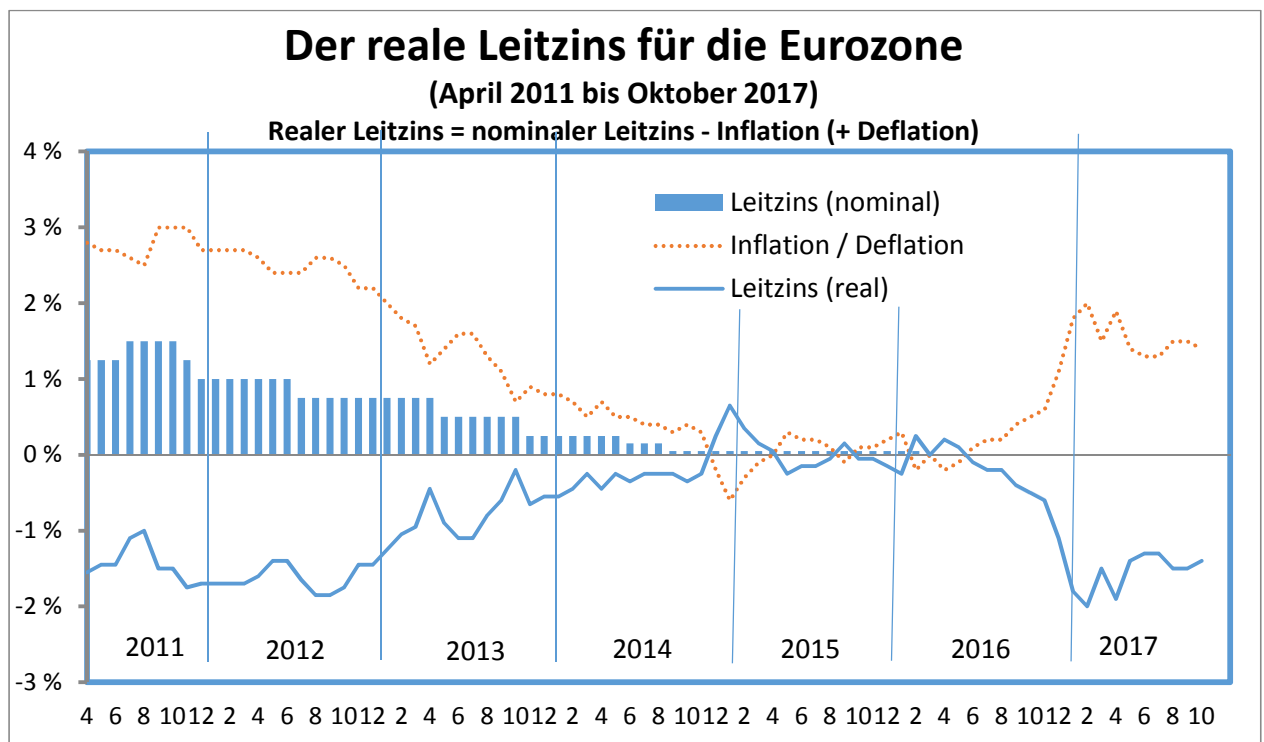


SffO-Position – 7. Fortschreibung

## 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**. Trotz gegenteiliger Bemühungen der EZB **sank die Inflationsrate** und verharrte seit 2014 lange an der Grenze zur Deflation. Erst seit 2016 steigt sie wieder und drückt den **Leitzins real zurück in den negativen Bereich**.



Die Folge abgesackter Inflationsraten war eine **ungewollte reale Leitzinserhöhung in einer Zeit zu schwacher Konjunktur**. Daher waren die **Wachstumsraten des realen BIP** und die **Arbeitslosigkeit** im Euroraum lange unbefriedigend; erst seit 2014 bessern sie sich **ein wenig**.

Jahr	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Wachstum	2,1%	1,5%	-0,9%	-0,3%	1,2%	2,0%	1,7%	2,5%
Arbeitslosigkeit	10,2%	10,2%	11,4%	12,0%	11,6%	10,9%	10,0%	8,9%

Quelle: Eurostat - jeweiliger Euroraum; Jahresdurchschnitte; für 2017: BIP im 3.Q/2017 - Arbeitslosigkeit vom Sept. 2017

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. Deren nachhaltige **Einsatz für einen Wiederanstieg der Inflationsraten zeitigt erste konjunkturelle Früchte**.

**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 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 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](http://www.geldreform.eu) .

Wenn es richtig ist, dass negative Nominalzinsen bei Anlegern und Banken eine **Flucht ins Bargeld** auslösen, können die Notenbanken die Leitzinsen nicht in nennenswertem

Maße negativ festsetzen. Sie können **nur Inflationsraten** nutzen, um die Leitzinsen wenigstens real ausreichend negativ zu machen. Inflationsraten haben zudem den **weiteren Vorteil**, auch das Bargeld zu entwerten und so den Anlegern und Banken **diesen Fluchtweg zu versperren**. Der inflatorische Wertverlust des Bargeldes wirkt wie ein **negativer Zins auf Bargeldhaltung**. Die Großanleger wurden durch ihre Inflationserwartungen gehindert, wegen der negativen Einlagezinsen der EZB ihre Bargeldbestände wesentlich zu erhöhen.

Also besteht das **Instrumentarium der Geldpolitik** aus der Festsetzung der nominalen Höhe des Leitzinses einerseits und der Steuerung der Inflationsrate andererseits. **Kumulativ** eingesetzt können diese Instrumente **reale Leitzinsen** bewirken, **die negativer sind**, als es bisher möglich erschien. Die Inflationsraten sollten **ständig eine Mindesthöhe** von 4%, sicherheitshalber **5%** haben, um der Notenbank einen möglichst großen **Spielraum für ihre nominalen Leitzinsentscheidungen** einzuräumen. Die nominalen Leitzinsen werden dann nicht mehr jahrelang an der Nulllinie kleben, sondern wieder im positiven Bereich schwanken.

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 scheinbar ein 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 Inflationserwartungen 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 langfristig stabilen Raten kann sicher kalkuliert und den inflatorischen Verzerrungen von Vertragsverhältnissen begegnet werden.

**Die Inflationsraten haben jahrelang auf zu niedrigem Niveau stagniert.** Allgemein wuchsen 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 auch gesunken**. Das Festhalten am alten, unzureichenden **Inflationsziel hat die geldpolitische Wirkung der Anleihekäufe geschwächt**. Die Lehre aus diesem Fehler: Ein **höheres Inflationsziel erspart** die problematischen **Anleihekäufe** fast ganz.