

Zur Zinspolitik der EZB seit Juli 2008

Im Juli 2008 hat die EZB die Notenbank-Zinssätze erhöht, ab Oktober 2008 hingegen massiv gesenkt.

Zinssatzerhöhung im Juli 2008

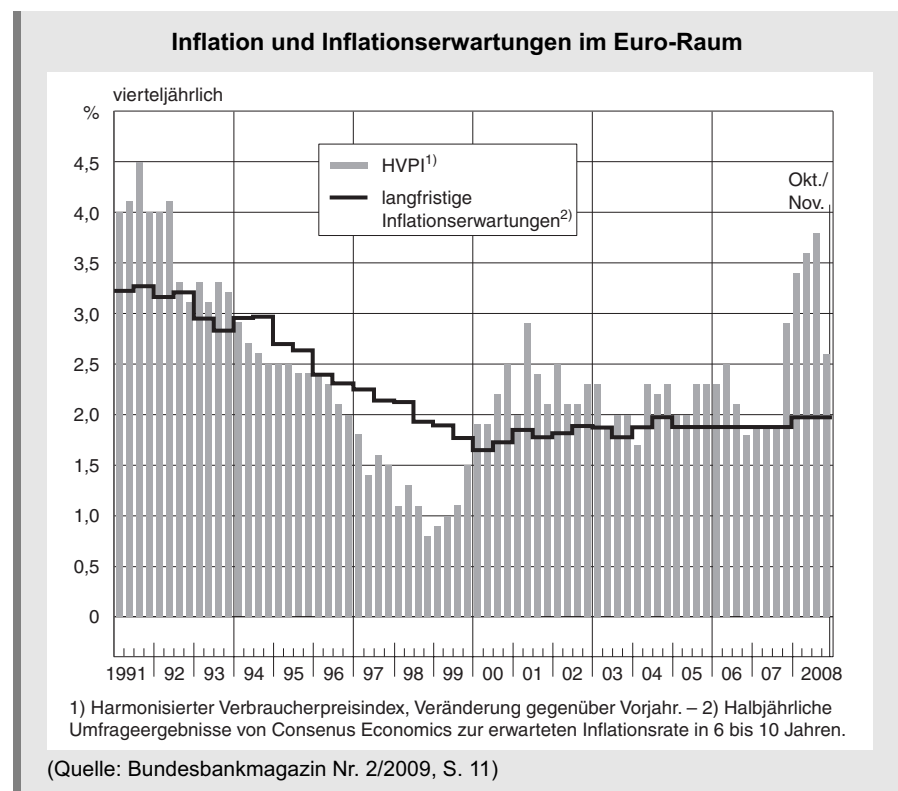
Die EZB strebt an, den Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) bei „knapp unter 2% zu halten“. Dies soll auch die Orientierungsmarke für die Inflationserwartungen sein. Mit ihren Zinserhöhungen im Juli wollte sie den Märkten signalisieren, dass sie nicht bereit ist, durch höhere Energie- und Nahrungsmittelpreise bedingte, breit angelegte Zweitrundeneffekte auf das Lohn- und Preissetzungsverhalten zu akzeptieren. Die Verschiebung der relativen Preise und der damit verbundene Einkommenstransfer müsse vielmehr hingenommen werden, so die EZB. Diese Entschlossenheit sollte auch klar signalisieren, dass die EZB mittelfristig den Anstieg des HVPI wieder auf etwa 2% zurückführen will. Damit sollte auch erreicht werden, dass die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen bei 2% verankert bleiben.

„It is paramount that medium and long-term inflation expectations remain firmly anchored in line with price stability. Reflecting its mandate, such anchoring is of the highest priority to the Governing Council.“

(Jean-Claude Trichet, Präsident der EZB, Februar 2008)

Inflationserwartungen verankert

Wie sich aus der nachstehenden Grafik ersehen lässt, ist es der EZB bisher auch gelungen, die Inflationserwartungen auf 2% zu verankern.



Entwicklung des HVPI

Der nationale Verbraucherpreisindex stieg in Deutschland im Juli 2008 um 3,3% gegenüber dem Vorjahr an (der harmonisierte Verbraucherpreisindex nahm in Deutschland um 3,5% zu). Inflationstreiber waren die Nahrungsmittel (8,0%), insbesondere aber der Anstieg der Energiepreise (Haushaltsenergie 15,1%; Kraftstoffe 15,2%). Im Eurogebiet lag der Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) im Juni und Juli bei jeweils 4,0%. Die Kerninflationsrate (ohne Energieträger und unverarbeitete Nahrungsmittel) lag in beiden Monaten bei 2,5%.

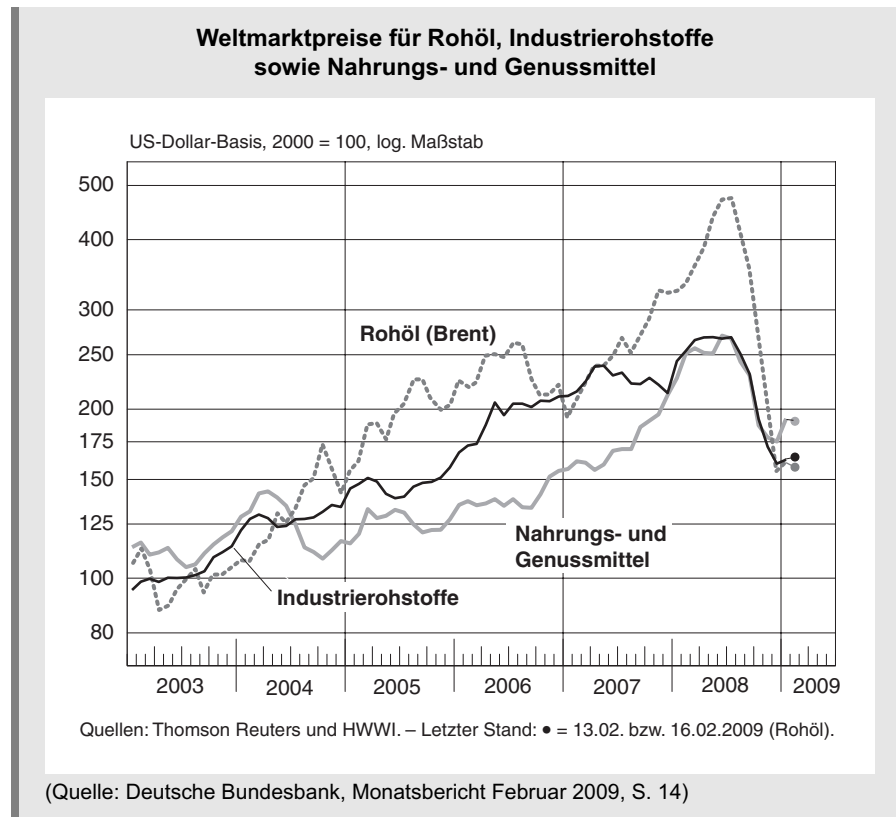
Verbraucherpreise im Euro-Raum				
Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %				
Position	2008			
	1. Vj.	2. Vj.	3. Vj.	4. Vj.
HVPI insgesamt	3,4	3,6	3,8	2,3
darunter:				
Energie	10,8	13,6	15,1	2,1
Unverarbeitete Nahrungsmittel	3,5	3,7	3,9	3,0
HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel	2,5	2,5	2,5	2,2
davon:				
Verarbeitete Nahrungsmittel	6,4	6,9	6,7	4,3
Gewerbliche Waren	0,8	0,8	0,7	0,9
Dienstleistungen	2,6	2,4	2,6	2,6

(Quelle: Deutsche Bundesbank)

Ursachen für Preisanstieg

Folgende Ursachen wurden für den weltweiten Anstieg der Nahrungsmittel- und Energiepreise genannt:

- **Nahrungsmittel:**
 - Nutzung landwirtschaftlicher Nutzflächen für Gewinnung von Biosprit;
 - zunehmende Nahrungsmittelnachfrage aus den Schwellenländern;
 - Vernachlässigung der bäuerlichen Landwirtschaft in den Entwicklungsländern;
 - Einsteigen von Finanzinvestoren (Hedgefonds, Pensionsfonds) – „Spekulation“ über die Derivatemärkte.
- **Energie:**
 - Zunahme der Nachfrage aus den Schwellenländern bei begrenztem Angebot;
 - Einsteigen von Finanzinvestoren (Hedgefonds, Pensionsfonds) – „Spekulation“ über die Derivatemärkte



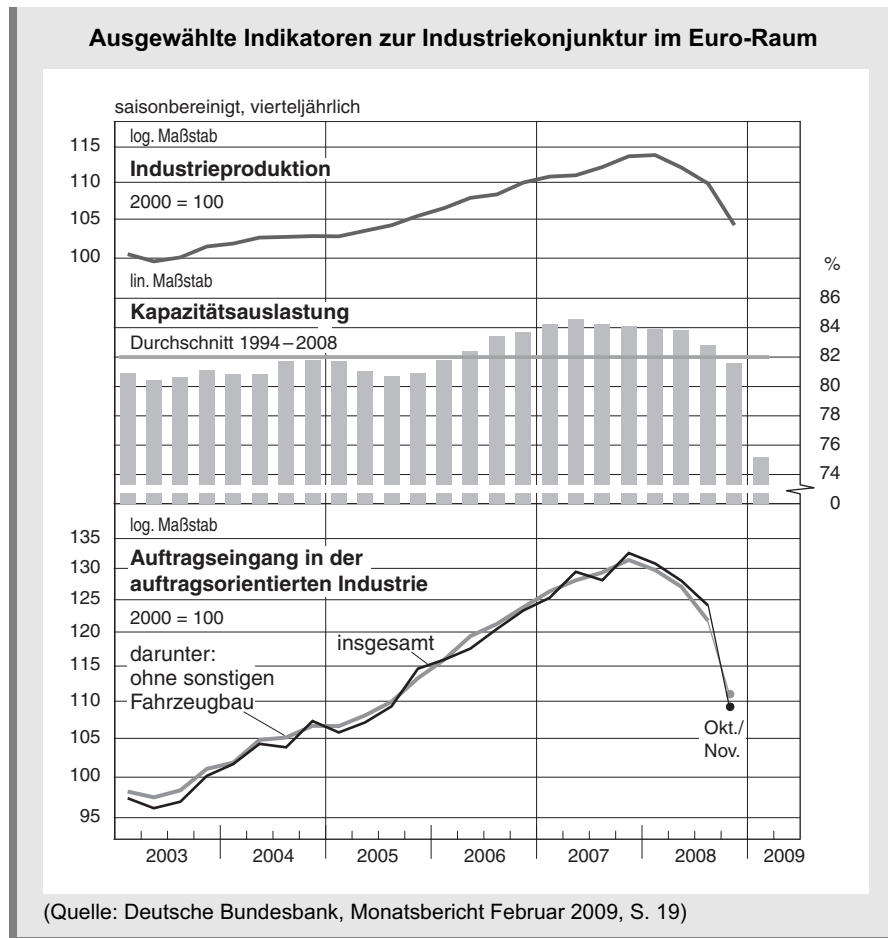
Wie sich anhand vorstehender Grafik eindeutig erkennen lässt, kam es ab Ende 2007 zu einem drastischen Anstieg bei den Energie- und Nahrungsmittelpreisen, der sich aufgrund seines abrupten Auftretens nur noch spekulativ, nicht aber realwirtschaftlich (Zunahme der Knappheit) erklären lässt. Genauso „über Nacht“ wie die Preise innerhalb kürzester Zeit spekulationsbedingt explodiert waren, sind sie ab August 2008 massiv gesunken.

Offensichtlich ist die EZB mit dieser Zinserhöhung einer kurzfristigen spekulativen Übertreibung der Märkte „auf den Leim“ gegangen und hat ohne Not den Zinssatz erhöht.

Schon Anfang Juli aber war diese Zinserhöhung umstritten, da sich die Konjunktur im Euroraum bereits merklich abgekühlt hat. In Deutschland zeigte sich dies etwa an Frühindikatoren (ifo-Geschäftsklimaindex, Auftragseingänge) sowie an Präsenzindikatoren (Produktion, BIP-Werte für das II. Quartal). Kritiker argumentieren nun, dass die Zinserhöhung der EZB ihrerseits die Konjunkturschwäche noch verschärfte.

Zinssatzsenkungen seit Oktober 2008

Die Finanzkrise hat zu einer drastischen Eintrübung des weltweiten Konjunkturgeschehens geführt, so dass sich auch die EZB – ebenso wie die anderen weltweit bedeutenden Zentralbanken – gezwungen sah, ab Anfang Oktober 2008 die Zinsen stark zu senken. Hinzu kam, dass die Inflationsrate wieder stark zurückgegangen ist, was auch mit auf sinkende Energiepreise zurückzuführen war.



Zur praktischen Umsetzung der Zinsentscheidungen

Anfang Juli 2008 erhöhte die EZB den Mindestbietungssatz für das Hauptrefinanzierungsgeschäft von 4 auf 4,25%, den Zinssatz für die Einlagefazilität von 3% auf 3,25% und den Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität von 5% auf 5,25% (zu den geldpolitischen Instrumenten und zur Funktionsweise des Geldmarktes im Einzelnen siehe Görgens, E., Ruckriegel, K., Seitz, F., Europäische Geldpolitik – Theorie, Empirie, Praxis (mit einem Geleitwort von Jürgen Stark), 5. Auflage, Stuttgart 2008). Da die Verzinsung der mindestreservebedingten Guthaben an den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte gebunden ist, kam es folglich auch hier zu einer Zinserhöhung.

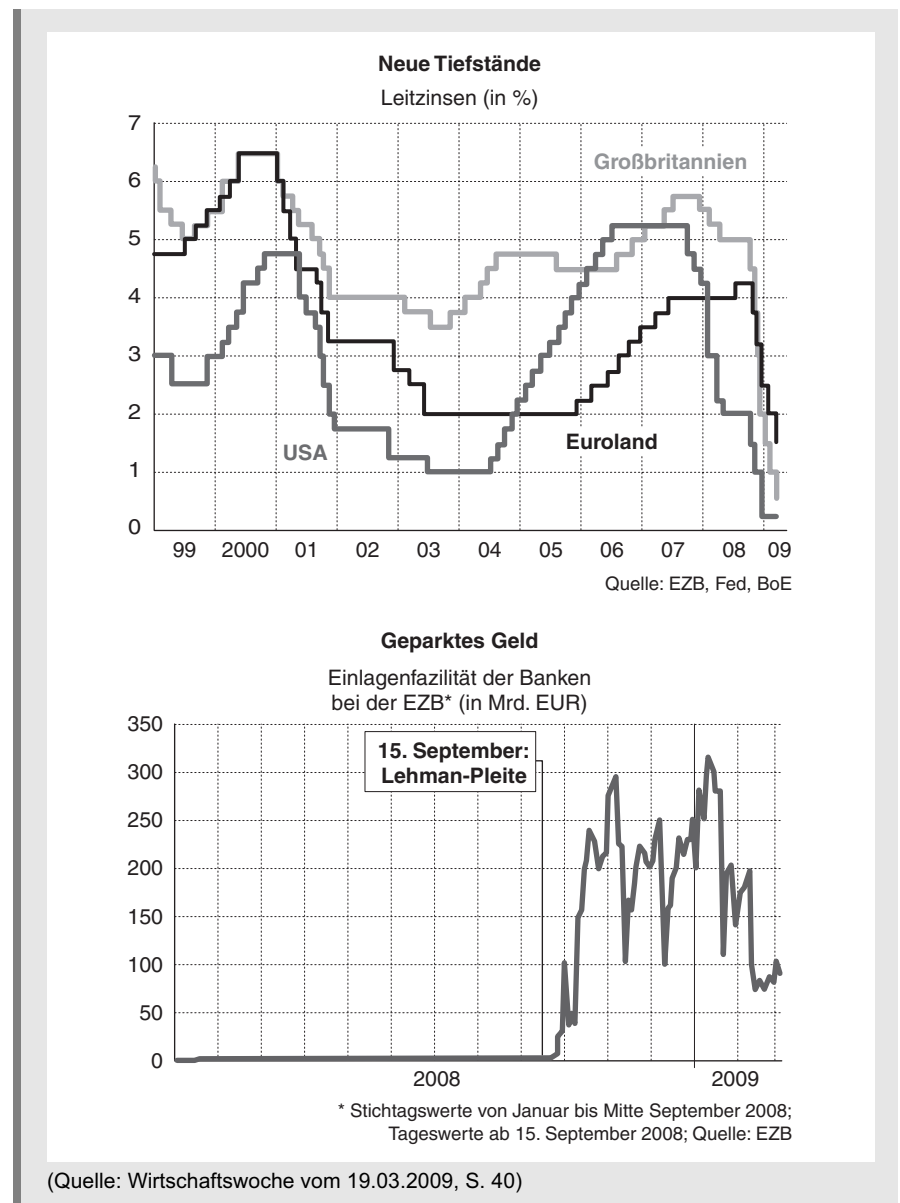
Beim **Hauptrefinanzierungsgeschäft** handelt es sich um einen Kredit mit einer Laufzeit von einer Woche auf Tenderbasis.

Der **Mindestbietungssatz** stellt den Zinssatz dar, den die Kreditinstitute bei der Ausschreibung dieser Geschäfte als Zinstender mindestens bieten müssen, wenn sie sich am Ausschreibungsverfahren beteiligen wollen.

Bei der **Spitzenrefinanzierungsfazilität** handelt es sich um die Möglichkeit einer Kreditaufnahme beim Eurosystem „über Nacht“, bei der **Einlagefazilität** um die Möglichkeit einer Mittelanlage beim Eurosystem „über Nacht“.

Der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität bildet die **Obergrenze**, der für die Einlagefazilität die **Untergrenze für den Tagesgeldsatz**. Eine Kreditaufnahme beim Eurosystem muss mit Sicherheiten unterlegt werden. Die **Mindestreserve** zwingt die Kreditinstitute, Guthaben beim Eurosystem zu halten.

Vom 15.10. bis zum 08.04.2009 senkte die EZB die Zinssätze bis auf 1,25% (Festzinssatz beim Hauptrefinanzierungsgeschäft, welches als Mengentender ausgeschrieben wurde) und 2,25% (Spitzenrefinanzierungsgeschäft) bzw. 0,5% (Zinssatz für Einlagefazilität).





Nach der „Lehman“-Pleite Mitte September 2008 kam es zu einem totalen **Vertrauensverlust auf den Interbankengeldmärkten**. Dies hatte zur Folge, dass diese austrockneten und Banken hierüber weder kurzfristig Geld anlegen wollten, noch Geld aufnehmen konnten. Die Banken drängten daher in die Notenbank und die Zinsgebote bei Zinstender stiegen enorm an, was auch die Sätze für längere Geldmarktanlagen mit nach oben trieb – der durchschnittliche Zuteilungssatz bei Hauptrefinanzierungsgeschäften in Form eines Zinstenders stieg vom 10.09. bis zum 08.10. von 4,41% auf 4,99%.

Um den Zinssatz und vor allem auch die Zinsgebote zu senken, stellte die EZB ab dem 15.10. auf einen Mengentender mit voller Zuteilung und einem Festzinssatz von 3,75% um. Zugleich stellte sie auch die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte auf einen Mengentender mit fester Zinsvorgabe um.

Seither hat sich aber der Geldmarkt noch nicht beruhigt, was sich darin zeigt, dass die Geschäftsbanken überschüssige Liquidität über Hauptrefinanzierungsgeschäfte und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte teuer aufnehmen und niedrig verzinst als Einlage im Rahmen der Einlagefazilität horten.

So lagen etwa die Guthaben für Einlagefazilitäten kurz vor der Lehman-Pleite bei 55 Mio. (!) EUR (12.09.), danach stiegen sie dann sprunghaft auf über 154 Mrd. EUR an (10.10.). Daran hat sich seither im Prinzip nichts geändert. Die

Geschäftsbanken hielten ihre überschüssige Liquidität (= Guthaben beim Eurosystem, die das Mindestreserve-Soll übersteigen) nicht auf ihren normalen Girokonten, sondern legten sie im Rahmen der Einlagefazilität an. Dies hängt damit zusammen, dass die Guthaben auf den normalen Girokonten (Current account) nur bis zur Höhe des Mindestreserve-Solls verzinst werden (Verzinsung der mindestreservebedingten Guthaben). Guthaben auf Girokonten, die darüber hinausgehen, bleiben unverzinst. Die sog. Überschussreserven (Guthaben auf Girokonten beim Eurosystem, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen und somit unverzinst bleiben, geteilt durch das Mindestreserve-Soll) sind nur kurzfristig im Herbst 2008 auf 2% gestiegen, mittlerweile liegen sie wieder bei einem Wert von etwa einem 1%.

Zusammengefasst kann man festhalten, dass die Zinserhöhung im Juli 2008 eine Fehlentscheidung war. Zum einen war zum damaligen Zeitpunkt schon bekannt, dass die Konjunktur im Eurowährungsraum nachgab, zum anderen hat sich es die EZB zu leicht gemacht, nur vordergründig auf die steigenden Nahrungsmittel- und Energiepreise zu schauen und nicht zu hinterfragen, wo die Ursachen dafür lagen. Spekulative Übertreibungen in die eine oder andere Richtung als Anlass für Zinsentscheidungen zu nehmen, überträgt ohne Not die Volatilität der Finanzmärkte auch noch auf die Realwirtschaft. Zielführender wäre es gewesen, darauf hinzuweisen, dass der Anstieg der Inflationsrate im Juni/Juli 2008 nur spekulativen Übertreibungen geschuldet war und die Kerninflationsrate, die im Juni/Juli 2008 bei 2,5% lag, stärker in den Mittelpunkt zu rücken. Dies wäre wohl ausreichend gewesen im Hinblick auf die Steuerung der Inflationserwartungen. Auf jeden Fall sollte die Politik dem Vorschlag von George Soros folgend darüber nachdenken, inwieweit nicht das Tätigwerden von Finanzinvestoren (Hedgefonds, Pensionsfonds...) auf Nahrungsmittel- und Rohstoffmärkten eingeschränkt wird, um rein spekulativ bedingte Verwerfungen für die Realwirtschaft zu vermeiden.

Zur Erklärung des Verhaltens an den Finanzmärkten muss auf Elemente der Rastlosigkeit und Widersprüchlichkeit in der Wirtschaft zurückgegriffen werden, die in der Literatur auch als „Animal Spirits“ bezeichnet werden. Wichtig ist hier insbesondere die Frage des Vertrauens (Glaube oder tiefe Überzeugung). Der Kern des Vertrauens im Sinne von Glauben liegt gerade darin, dass es über das hinausweist, was vernünftig ist. Es gibt Zeiten, da sind die Menschen besonders unbekümmert und glauben an die Zukunft. Doch irgendwann schlägt das instinktive Verhalten ins Gegenteil um und die Menschen werden zu skeptisch (zur Rolle der „Animal Spirits“ im Wirtschaftsablauf im Einzelnen siehe Akerlof, G., Shiller, R., Animal Spirits – wie Wirtschaft wirklich funktioniert, Frankfurt/New York 2009). Nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers Mitte September 2008 kam es zu einem panikartigen Wegbrechen des Vertrauens auf den Finanzmärkten, so dass diese Märkte austrockneten. Die Zentralbanken hatten keine andere Möglichkeit, als selbst an die Stelle des Interbankengeldmarktes zu treten. Als Konsequenz öffneten sie alle Liquiditätsschleusen und teilten unbegrenzt Liquidität (Guthaben bei der Zentralbank) zu. Um den Interbankengeldmarkt wieder zu aktivieren, müsste dieses Vertrauen wiederhergestellt werden, was wohl nur gelingen würde, wenn der Staat als Clearingstelle und Einlagengarant einspringt.

Prof. Dr. Karlheinz Ruckriegel

