

# Der Zins, die Schulden und die Geldpolitik – Teil I: Was bedeutet der Zinsschritt der EZB?

Von Friederike Spiecker | 22.05.2013

Am 2. Mai traf die Europäische Zentralbank (EZB) die Entscheidung, den Leitzins von seinem historisch niedrigen Niveau von 0,75% um weitere 0,25 Prozentpunkte auf 0,50% zu senken mit dem Ziel, "[zur Unterstützung der Aussichten für eine Erholung](#) [der Wirtschaft im Euroraum] im weiteren Verlauf des Jahres beizutragen" (hier und im folgenden meine Übersetzung des englischen Originaltextes). Das klingt äußerst zurückhaltend, was die Erwartungen an die Wirkung der Zinssenkung auf die Konjunktur angeht, womit die Zentralbanker nur allzu recht haben dürften: Der Effekt der Zinssenkung auf die Sachinvestitionstätigkeit dürfte in der gegenwärtigen Situation gegen Null gehen.

Wozu ist die Zinssenkung dann gut? Sie stellt das Eingeständnis der Notenbanker dar, die wirtschaftliche Talfahrt in der Eurozone unterschätzt zu haben. Noch am 7. März hatte [EZB-Präsident Draghi gesagt](#): "Was 2013 betrifft, legen die neuesten Daten und Indikatoren nahe, dass sich die Wirtschaftsaktivität im ersten Teil des Jahres stabilisieren sollte." [Zwei Monate später](#) erklärt er: "Neueste Entwicklungen bei Kurzfrist-Indikatoren, vor allem Umfragedaten, zeigen an, dass sich die schwache Stimmung in der Wirtschaft bis ins Frühjahr ausgedehnt hat. ... Insgesamt sollte sich die Wirtschaftsaktivität im Euroraum stabilisieren und in der zweiten Jahreshälfte erholen." Das Warten auf die Erholung hat sich also ähnlich [wie bei der EU-Kommission](#) mal wieder um ein halbes Jahr nach hinten verschoben. Die bisherige Prognose der EZB für das Jahr 2014 wird sicher auch wieder korrigiert werden und zwar nach unten. Dieses Muster der hinterher hinkenden Anpassung an (nicht jeden überraschende) Entwicklungen anstelle einer vorausschauenden Analyse, die zur aktiven Einflussnahme befähigt statt auf mehr oder weniger hilflose Reaktion beschränkt, ist nicht neu. Auch bei der EZB findet sich das von Heiner Flassbeck und mir schon oft kritisierte Muster einer Positivprognose am Ende eines einigermaßen weit entfernt liegenden Prognosehorizontes von ca. 1 ½ Jahren, das zur Rechtfertigung der eigenen Ansichten dient.

Warum tun sich die Zentralbanker diese scheibchenweise Annäherung an die Realität an? Warum trauen sie sich nicht, die gegenwärtige Lage genau als das zu bezeichnen, was sie ist, als Beginn eines Desasters? Warum verschweigen sie, dass es bislang keinerlei Anhaltspunkte dafür gibt, dass und wie und wann sich die europäische Wirtschaft aus dem Abwärtsstrudel befreien kann? Dass die Geld-

politik ganz offensichtlich nicht mehr private Sachinvestitionen anzuregen vermag? Dass ihre Aufgabe derzeit darauf zusammengeschrumpft ist, ein liquiditätsbedingtes Zusammenbrechen des europäischen Bankensystems zu verhindern?

Die Antwort ist einfach: Sie glauben noch immer daran, dass der von ihnen geforderte und unterstützte Weg der Haushaltskonsolidierung, der Lohnzurückhaltung, der Reformen auf Arbeits- und Gütermärkten sowie der sozialen Sicherungssysteme, der von Deutschland im letzten Jahrzehnt vorexerziert wurde und inzwischen von den Regierungen der Krisenländer kopiert wird, der richtige ist und er deshalb einfach Früchte tragen *muss*, egal wann. Und weil sie von dieser Sicht der Dinge zu tiefst überzeugt sind, können sie gar nicht anders, als den Aufschwung kommen sehen. Und zwar immer gerade hinter der nächsten Ecke, bis zu der hin die aktuellen Indikatoren reichen und unmissverständlich anzeigen, dass eine Erholung *nicht* in Sichtweite gekommen ist.

Doch irgendeine Begründung für die veränderte Lage und irgendein Begründungsmauseloch, in das sie flüchten können, wenn es denn in einigen Monaten wieder schlechter steht, als sie vorhergesagt haben, brauchen die Zentralbanker und so schreiben sie: "Die Risiken im Zusammenhang mit den wirtschaftlichen Aussichten für die Eurozone bleiben abwärts gerichtet. Sie beinhalten die Möglichkeit einer noch schwächeren inländischen und globalen Nachfrage als erwartet und einer langsamen und ungenügenden Umsetzung struktureller Reformen im Euro-Gebiet. Diese Faktoren haben das Potenzial, das Vertrauen zu dämpfen und so die Erholung zu verzögern."

Auf den ersten Blick scheint zumindest der erste Teil dieser Erklärung von Konjunkturrisiken tautologisch zu sein, d.h. gehaltlos, weil immer wahr. Aus der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung ist schließlich bekannt, dass man das Bruttoinlandsprodukt zum einen von der Entstehungsseite (Produktion), zum anderen von der Verteilungsseite (Einkommen) und drittens von der Verwendungsseite (Nachfrage) her betrachten kann. Wenn also die Nachfrage schlecht(er) laufen sollte, dann läuft die Wirtschaft schlecht(er) – wer hätte das gedacht? Der zweite Teil der Erklärung, dass eine zögerliche Reformpolitik Schuld an einem Ausbleiben der Erholung sein soll, weil sie das Vertrauen dämpfe, ist dagegen zwar eine inhaltliche Aussage, aber eine alt bekannte und obendrein eine, deren Wahrheitsgehalt immer mehr angezweifelt wird, je heftiger Reformen umgesetzt werden und ihr Erfolg ausbleibt.

Interessant an dem Statement der EZB ist etwas anderes, was erst auf den zweiten Blick auffällt. Betrachtet man den Satz nämlich einmal ohne das gewohnte *Ceterum censeo* der Strukturreformen, steht da auf einmal, dass eine noch schwächere inländische und globale Nachfrage, als man sie derzeit erwartet, dazu angetan ist, das Vertrauen zu untergraben und dadurch die wirtschaftliche Erholung zu verzögern. Setzt man nun mal großzügig für das Wort "verzögern" das Wort "verhindern" ein, liest sich das wie die exakte Beschreibung einer sich selbst verstärkenden Abwärtsspirale: Läuft es bei der Nachfrage immer schlechter, gibt es kein Vertrauen mehr, das man aber braucht, um eine Wende hinzubekommen. Nun steht da in der Tat nicht "verhindern" und es steht da das *Ceterum censeo* zu den Strukturreformen (die ja aus meiner Sicht einer der zentralen Gründe selbst sind, weshalb es nicht zu einer Verbesserung der Nachfrageseite kommen kann), aber es ist bemerkenswert, dass der Begriff "*Vertrauen*" endlich einmal auch in Verbindung mit dem Begriff "*Nachfrage*" verwendet wird. Und nicht immer nur in Verbindung mit dem Begriff "Angebot" oder "Reformen".

Das lässt hoffen. Es lässt hoffen, dass es ein paar Leute im Leitungsgremium der Zentralbank gibt, die sich der Wahrnehmung der Realität nicht länger verschließen – ob aus Logik bedingter Einsicht oder aus politischer Not in ihren Heimatländern, spielt letzten Endes keine zentrale Rolle. Und dass diese Wahrnehmung zu der Erkenntnis führt, dass es spiegelbildlich zu einem sich selbst tragenden Aufschwung auch so etwas wie eine sich selbst verstärkende Abwärtsspirale geben kann, gegen die kein *systeminternes* Kraut gewachsen ist. Und wenn diese Erkenntnis reift, dann wird auch der Weg frei dafür zu überlegen, welche Faktoren *von außen* das Vertrauen in die *Nachfrage* stärken können.

Dass es sehr gewagt ist, nur auf die außereuropäische Nachfrage zu setzen, vor allem wenn man gleichzeitig die expansive Fiskalpolitik der großen Handelspartner wie USA oder Japan kritisiert hat, liegt auf der Hand. Alle Hilfe aus Asien oder Lateinamerika zu erwarten, scheint ebenfalls unrealistisch. Dafür sind diese Länder in den G20-Runden schon zu oft für ausgeglichene Handelsbeziehungen eingetreten. China hat bereits durch Lohnerhöhungen Weltkonjunkturlokomotive gespielt, wird es aber nicht zulassen, zum Defizitland zu werden. Auch Brasilien, das schon unter der Aufwertung seiner Währung gelitten hat, will nach den bitteren Erfahrungen in der Vergangenheit die Defizitposition nicht mehr einnehmen. Wer also sollte den großen Schuldenweihnachtsmann für die Welt spielen? Die Gläubigerländer brauchen sich über den globalen "strukturellen" Mangel an Verschuldungsbereitschaft nicht zu wundern, haben sie die bisherigen Schuldner doch regelmäßig schlecht behandelt und schlecht gemacht, statt sie zu pflegen.

Wenn die Nachfragestärkung also nicht einfach von außerhalb der Eurozone erwartet werden kann, aber von Tag zu Tag immer notwendiger wird, um einen Kollaps in Südeuropa zu verhindern, dann wird es Zeit, über die wirtschaftlichen Grundbedingungen innerhalb der Eurozone nachzudenken. Und das haben die Zentralbanker offenbar getan. Denn warum sonst hätten sie die Zinsen gesenkt? Doch, um Wirtschaftsakteure zu ermutigen sich zu verschulden! Denn die Sparer erfreut man mit einer Zinssenkung in der Regel nicht.

Nun habe ich schon eingangs meine Zweifel geäußert, dass die Zinssenkung eine Belebung der Nachfrage, insbesondere der Investitionstätigkeit bewirken wird – um nichts anderes geht es ja bei der Verschuldung. Es gehören offenbar noch andere Faktoren dazu, damit die Geldpolitik wieder greift. Welche Faktoren das sind, was die Zentralbank zu ihnen beitragen kann und mit welchen Risiken die Geldpolitik verbunden ist, dazu demnächst mehr.

## Über den Autor



**Friederike Spiecker** ist Diplom-Volkswirtin und lernte das Handwerkszeug zur theoretischen und empirischen Makroökonomie am Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin. Heute arbeitet sie als freie Wirtschaftspublizistin und ist in der wirtschaftspolitischen Beratung von Parteien, Gewerkschaften und Verbänden tätig.

Veröffentlicht am: 22.05.2013

Erschienen unter:

<https://makroskop.eu/2013/05/der-zins-die-schulden-und-die-geldpolitik-teil-i-was-bedeutet-der-zinsschritt-der-ezb/>