

# Zinsen rauf - Zinsen runter

Vom Dilemma der Zentralbanken  
bei ihrer Leitzinspolitik

Von Helmut Creutz

*„Die Leitzinsen haben sicher das höchste Niveau in der Geschichte der Bundesrepublik erreicht. Sie waren aber auch noch nie so unwirksam wie heute.“*

*Professor Helmut Hesse,  
ehem. Präsident der Landeszentralbank Niedersachsen, 1992*

## Welche Rolle spielen die Leitzinsen?

So wie die Banken die Wirtschaft aus den Spareinlagen ihrer Kunden mit Krediten versorgt, so die Zentralbanken die Wirtschaft mit dem dazu erforderlichen Zentralbankgeld. Dieses Zentralbankgeld, das die ausgegebenen Banknoten und die Zentralbankguthaben der Banken (= Mindestreserven) umfasst, ist also die Voraussetzung für alle Geldgeschäfte.

In früheren Jahrzehnten wurde dieses Geld auch durch Ankäufe von Gold und Devisen in den Umlauf gebracht, heute geschieht das weitgehend nur noch über Ausleihungen an die Geschäftsbanken. Dabei haben die dazu gewährten Kredite zum größten Teil nur eine Laufzeit von einer Woche, zum kleineren Teil von drei Monaten. In Sonderfällen (wie z.B. in der sich immer noch aufschaukelnden Bankenkrise!), in denen die Banken ihre liquiden Geldreserven nicht mehr an andere Institute ausleihen, werden von den Zentralbanken notfalls auch zusätzliche „Liquiditätsspritzen“ für ein oder mehrere Tage ausgegeben. Alle diese Ausleihungen orientieren sich jeweils an den so genannten Leitzinsen, die von den Zentralbanken für kürzere oder längere Zeiträume festgeschrieben werden.

Die Geldausgaben bei der EZB erfolgen jeweils Mitte jeder Woche über eine Art Versteigerung, bei der gleichzeitig die Kredite aus der Vorwoche zurückzuzahlen sind. Für die Neuausgabe gibt die Zentralbank jeweils die Menge ebenso vorab bekannt wie den dafür geforderten Mindestzinssatz, wobei sich dieser knapp über dem festgelegten Leitzins bewegt. Anhand der Mengenforderungen und Zinsbietungen kann dann die EZB die Situation gewissermaßen abtasten und daraus ihre Konsequenzen ziehen.

## Die Veränderungen der Leitzinsen

In welchem Umfang die Leitzinsen in den letzten acht Jahren verändert wurden, geht aus der *Darstellung 1)* hervor. In ihr sind die Entwicklungen in den USA, dem Euro-Raum und – zum Vergleich – in Japan wiedergegeben. Wie daraus ersichtlich, sind die Leitzinsen in den USA viel stärker angehoben und abgesenkt worden als im Euro-Raum. Außerdem kam es bei der EZB überwiegend erst mit Verspätung zu Anpassungen an den Trend. Auch im Hinblick auf die Aus- und Nachwirkungen der so genannten Bankenkrise haben beide Zentralbanken völlig unterschiedlich reagiert: Während in den USA die Leitzinsen in den letzten Monaten radikal von 5,5 auf 3,0% gesenkt wurden, hat die EZB eine angedachte Zinserhöhung im Dezember lediglich unterlassen.

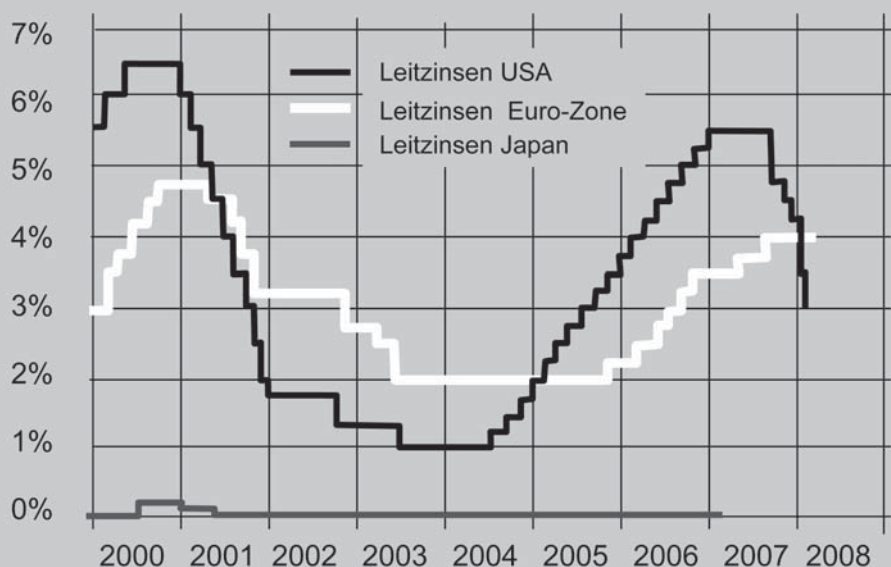
Wie aus der *Darstellung 1)* weiterhin hervorgeht, hat man in den USA von Mitte 2003 bis 2004 die Zinsen sogar auf 1% abgesenkt, jener kritischen Grenze, an der es nur noch geringer Veränderungen bedarf, um – wie in Japan – in eine Deflation umzukippen.

## ....und die Auswirkungen in der Wirtschaft

Veränderungen der Leitzinsen (und in deren Folge auch der normalen Bankzinsen) wirken sich, wie alle Preisveränderungen, auch auf das Verhalten der Marktteilnehmer aus: Bei sinkenden Zinssätzen nimmt zwar einerseits die Kreditnachfrage zu, aber ebenso die Bereitschaft der Sparer zu Geldanlagen ab. Bei steigenden Zinsen ist es umgekehrt. Entsprechend verändert sich jeweils auch der Refinanzierungsbedarf der Banken bei den Zentralbanken.

## Unterschiedliche Entwicklungen der Leitzinsen

Dollar, Euro, Yen - 2000 bis Anfang 2008



Quelle: Bundesbank-Monatsberichte u. Diverse

© Helmut Creutz / Nr. 030b

Darstellung 1)

Noch deutlicher sind die Auswirkungen in der allgemeinen Wirtschaft. So führt eine Vermehrung der Geldmenge, die über die normale Wirtschaftsentwicklung hinausgeht, zwar zu einer vorübergehenden Belebung der Konjunktur, aber auch zu einem Anstieg des Preisniveaus, also zu Inflationen. Bei einer zu geringen Vermehrung der Geldmenge oder gar ihrer Reduzierung, kommt es zu einem Abbremsen der Konjunktur und zu tendenziell fallenden Preisen mit deflationären Effekten. Das heißt, die Zentralbanken befinden sich in einem dauernden Spagat zwischen Kaufkraftstabilität oder Konjunkturbelebung.

In den EZB-Gesetzen hat die Einhaltung der Kaufkraftstabilität zwar eindeutig Vorrang vor allen anderen Zielen, genauso wie das vorher bei der Deutschen Bundesbank der Fall war. Damit ist für die EZB eine Konjunkturbelebung durch Verbilligung des Geldes im Grunde ein Tabu. Das nicht zuletzt vor dem Hintergrund, dass die Zentralbanken diese Pflicht zur Kaufkraftstabilität heute schon durch eine ständig eingeplante Inflation von knapp 2% verletzen! Dieser Inflationssockel ist bei den heutigen Gegebenheiten jedoch erforderlich, um das Geld auch bei niedrigen Zinssätzen in Umlauf zu halten und ein Abrutschen in eine Deflation zu vermeiden.

### Und wie ist das in den USA?

In den Bestimmungen der amerikanischen Zentralbank, der Fed, steht zwar die Kaufkraftstabilität ebenfalls an erster Stelle, aber daneben ist ihr auch die Stärkung der Konjunktur als Aufgabe vorgegeben. Um dieser Verpflichtung nachzukommen, hat darum auch die FED die Leitzinsen schon

nach dem Aktiencrash 2001, zur Belebung der Wirtschaft und der Geldströme, von 6,5 auf 4% herunter gefahren, und nach dem 11. September in wenigen Wochen sogar unter 2%. In der Hoffnung auf eine Konjunkturbelebung hat man also bewusst einen Anstieg der Inflation in Kauf genommen. Dass man sich in den USA über den Jahreswechsel 2007-08, im Gegensatz zur EZB, erneut zu einer radikalen Zinssenkung entschlossen hat, hängt auch mit den unterschiedlichen Situationen in beiden Währungsräumen zusammen: In Europa hat zwar die Konjunktur unter den Folgen der US-Immobilienkrise ebenfalls gelitten, scheint aber mittelfristig noch halbwegs intakt zu sein. In den USA kann man dagegen bereits von einem deutlichen Konjunktur-Einbruch ausgehen, der sogar in eine Rezession umzuschlagen droht. Das vor allem, wenn sich die Immobilienkrise zu einer immer größeren Pleitewelle auswächst, nicht nur bei den Millionen direkt betroffener Privathaushalte, sondern auch in der gesamten Bauwirtschaft und Zulieferer-Industrie, deren Umsätze heute schon bis zu 40% eingebrochen sind.

### ... und in Japan?

Wie aus der *Darstellung 1*) ebenfalls ersichtlich, ist in Japan (wo der Krisenauslöser ebenfalls eine Immobilienblase in den 1990er Jahren war!) der Deflationszustand, vor dem sich alle Zentralbanken fürchten, seit Ende der 1990er Jahre gewissermaßen Normalität. Die Folge ist, dass die japanische Zentralbank, mit dem Abrutschen der Zinsen auf Null, praktisch ihre Fähigkeit zur Geldmengensteuerung verloren hat. Außerdem ist es in Japan, als Anlass wie als Folge der deflationären Entwicklungen, zu wachsenden Geldhor- >



tungen, Rückgängen der Ersparnisbildungen bei den Banken und damit zu entsprechenden Wachstumsflauten gekommen. Anstelle der machtlos gewordenen Zentralbank hat darum der japanische Staat, mit Hilfe ständig wachsender und mit neuem Geld finanzierter Geldausgaben, zuerst die Banken und danach die Konjunktur zu retten versucht.

Dass dieses Szenario in Japan bisher halbwegs verträglich abgelaufen ist, dürfte nicht zuletzt den extrem niedrigen Zinssätzen zu verdanken sein, mit denen die sozial problematischen Umverteilungen über die Zinsen deutlich abgenommen haben. Vor dem Hintergrund einer Staatsverschuldung, die mit einer Quote von etwa 180% inzwischen fast auf das Doppelte der volkswirtschaftlichen Jahresleistung angewachsen ist und beim Dreifachen der Maastricht-Kriterien liegt(!), muss man sich wahrscheinlich eher vor einem Anstieg der Zinssätze und einer „Normalisierung der Verhältnisse“ fürchten, als vor der Beibehaltung des jetzigen Zustands. Und das gilt nicht nur im Hinblick auf die Staatsverschuldung, sondern auch viele Unternehmen und Privathaushalte in Japan, die sich angesichts der niedrigen Zinsen mit hohen Krediten eingedeckt haben!

### **Warum kommt es zu den oft hektischen Reaktionen der Zentralbanken?**

Der neue Präsident der US-Zentralbank, Ben Bernanke, hat einmal – ähnlich wie ich in meinen Publikationen – die Steuerungsvorgänge im Geldbereich mit Vorgängen im Straßenverkehr verglichen: „*Unterstellt, Geldpolitik machen wäre wie Autofahren, dann ist es ein Auto mit ungenauem Tacho, trüber Windschutzscheibe und einer Tendenz, der Steuerung nicht zu gehorchen.*“ (aus „Münchner Merkur“, 4/5. Febr. 2006)

Wie schon aus der *Darstellung 1*) hervorgeht, taumeln die Zentralbanken tatsächlich zwischen Zins-Erhöhung und Zins-Senkung immer hektischer hin und her. Und weil sie meist zu spät und auch noch zu heftig reagieren, geraten sie dabei immer mehr ins Schleudern.

Geht man den Ursachen dieser Verhaltensweisen nach, dann zeigt sich, dass der wunde Punkt die nicht ausreichend

bekannte und beeinflussbare Größe der jeweils *aktiven* Geldmenge ist, die die Zentralbanken eigentlich steuern wollen und auch alleine steuern müssten! Das gilt nicht nur für das Zentralbankgeld, dass die Banken für den Zwischenhandel und den Finanzierungsausgleich auf dem Geldmarkt halten. Das gilt noch gravierender für den heute unkontrollierbaren Einsatz des Bargeldes und der als Zahlungsmittel genutzten Sichtguthaben in der Wirtschaft! Zwar wissen die Zentralbanken ganz genau wie viel Geld sie in den Umlauf gegeben haben, aber sie wissen heute nie, wie viel davon tatsächlich nachfragend im Umlauf ist und damit für das Funktionieren der Wirtschaft sorgt! Aus diesem Grund sind auch die Folgen der „*trüben Windschutzscheibe*“ und der „*Tendenz, der Steuerung nicht zu gehorchen*“ in unseren Volkswirtschaften ein so schwerwiegender und problematischer Dauerzustand.

### **Und die Ursachen der Immobilien- und der Bankenkrise?**

Wie es dazu gekommen ist, weiß man mittlerweile bis ins Detail. In Kenntnis dieser Vorgänge kann man über die „Leistungen“ der hoch und höchst bezahlten Finanzfachleute, denen wir dieses Schlamassel zu verdanken haben, nur noch den Kopf schütteln. Nicht minder über die fragwürdigen Bewertungen ihres Tuns durch Ranking-Agenturen und versierte Prüfer!

Geht man den Hintergründen dieser sich global auswirkenden Krisenentwicklungen nach, dann lassen sich zwei Ursachen anführen, die nicht zuletzt wieder mit dem Verantwortungsbereich und den Entscheidungen der Zentralbanken zusammenhängen. Denn der Immobilienboom, von der die momentane Krise ausgegangen ist, war einmal die Folge der zweifelsfrei übertrieben langen und extremen Zinssenkungen der FED in den ersten Jahren unseres Jahrzehnts. Als zweite Ursache kann man die Verkäufe der daraus resultierenden Kreditforderungen durch die Hypothekenbanken anführen, die diese Forderungen in anonymen Stückelungen und als Wertpapiere über so genannte Zweckgesellschaften



## LEITZINSEN

außerhalb der Banken zu Spekulationsobjekten machten. Zwar sind die Zentralbanken an diesem Handel nicht direkt beteiligt, aber sie hätten diesen Handel mit den Risiken der Banken in diesen Formen niemals zulassen dürfen.

Noch schwerwiegender, weil ursächlich für die ganzen Auswüchse der Finanzoperationen in unserer globalisierten Welt, ist das Versäumnis der Zentralbanken, die krebsartigen Wucherungen der Geldvermögen durch geeignete Maßnahmen rechtzeitig einzudämmen. Denn diese Wucherungen auf den Finanzmärkten und die auf der Suche nach Anlagen um die Erde vagabundierenden ständig wachsenden Geldvermögensströme, haben zwar einerseits zu – wenn auch total überhitzten – Wachstumsprozessen in etlichen Ländern geführt, gleichzeitig aber auch zu immer größeren Destabilisierungen und Krisenanfälligkeiten. Denn diese fast explodierenden Geldvermögensströme und deren Konzentrierung, sind auch verantwortlich für die weltweit zunehmenden Diskrepanzen zwischen Arm und Reich, die letztlich nur in einem Zusammenbruch der Sozialsysteme und damit Eskalationen der Gewalt enden können.

### Was wäre erforderlich?

Wenn die heutigen Auswüchse im monetären Bereich überhaupt noch in den Griff zu bekommen sind, dann nur durch Ansätze an den Fundamenten dieses Systems. Das heißt, man müsste zuerst einmal die „Flamme kleiner drehen“ die – wie Hans Kühn einmal geschrieben hat – „den Kessel zum Überkochen bringt“, und diese Flamme ist der Selbstvermehrungs-Automatismus, dem unser Geld durch den Zins- und Zinseszins effekt als Dauerbeeinflussung unterliegt. Dieser Effekt hat jedoch nicht nur zu immer größere Geldvermögenskonzentrationen geführt, sondern zwingt im gleichen Umfang in allen Volkswirtschaften in immer höhere Verschuldungen und damit zu einem ständig zunehmenden Wachstumsdruck!

Wenn überhaupt noch lösbar, sind auch hier die Zentralbanken gefordert. Denn sie sind in erster Linie jene Institutionen, welche die missbräuchlichen und zum Kollaps führenden Fehlstrukturen unseres monetären Systems korrigieren könnten. Sie müssten durch grundlegende Reformen dafür sorgen, dass das in Umlauf gegebene Geld gleichmäßig und stetig in Bewegung bleibt, auch dann noch, wenn die Zinssätze, genau wie alle anderen Knappheitsgewinne in der Wirtschaft, mit den Sättigungen der Märkte gegen Null tendieren! – Die dafür erforderlichen Maßnahmen dürfen bei den Lesern dieser Zeitschrift als bekannt vorauszusetzen sein. ■

**„Leitzinsen sind Zinssätze, die eine Zentralbank im Rahmen ihres geldpolitischen Instrumentariums festsetzt, um damit die Zinsen am Geldmarkt und darüber auch die allgemeine Zinsentwicklung in einer Volkswirtschaft maßgeblich zu beeinflussen...**

**Dazu setzen sie so genannte geldpolitische Instrumente ein, mit denen sie die Zinskonditionen und Knappheitsverhältnisse am Geldmarkt steuern...**

**Geldmarkt ist im engeren Sinne der Handel mit Zentralbankguthaben, durch den sich der Liquiditätsausgleich zwischen den Banken vollzieht...Darüber hinaus werden die zwischen der Zentralbank und den Kreditinstituten abgeschlossenen Refinanzierungsgeschäfte dem Geldmarkt zugeordnet.“**

*Deutsche Bundesbank, Geld und Geldpolitik 2007, Auszüge aus dem Glossar*

**„Unterstellt, Geldpolitik machen wäre wie Autofahren, dann ist es ein Auto mit ungenauem Tacho, trüber Windschutzscheibe und einer Tendenz, der Steuerung nicht zu gehorchen.“**

*Ben Bernanke, Präsident der US-Zentralbank, aus „Münchner Merkur“, 4/5. Febr. 2006*