

# Die EZB-Räte wollen den Euro noch stärker als bisher inflationieren

16.07.2021 | [Prof. Dr. Thorsten Polleit](#)

Lassen Sie sich nichts vormachen: Die finanzielle Repression im Euroraum wird schlimmer, der Kaufkraftschwund des Euro beschleunigt sich. Eine Möglichkeit, der Geldentwertung zu entgehen, ist das Halten von physischem Gold und Silber.

*"Was List verborgen, wird ans Licht gebracht;  
Wer Fehler schminkt, wird einst mit Spott verlacht."* - William Shakespeare

## Neues Ziel

Der EZB-Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) hat am 8. Juli 2021 das Inflationsziel neu definiert: Fortan will er für eine jährliche Preisinflation von 2 Prozent sorgen. Bislang sollte die Inflation der Konsumgüterpreise "unter, aber nahe" 2 Prozent pro Jahr liegen. Das Inflationsziel wurde also erhöht. (Wenn man unterstellt, dass "unter, aber nahe 2 Prozent" bei etwa 1,75 Prozent liegt, entspricht die Änderung einer Erhöhung des Inflationsziels von 0,25 Prozent pro Jahr.) Das Bestreben, das Inflationsziel in die Höhe zu schrauben, ist gut erkennbar: 1998 wurde das Inflationsziel von der EZB noch mit "unter 2 Prozent" festgelegt, 2003 wurde daraus dann "unter, aber nahe 2 Prozent" gemacht.

Die EZB will dabei das neue Inflationsziel mittelfristig erreichen, das heißt, die Geldpolitik wird nicht notwendigerweise sofort reagieren, wenn die Preisinflation zeitweilig über die Zielrate oder darunter fällt. Die EZB bekundet zwar, dass das neue Inflationsziel sei "symmetrisch", das heißt, Abweichungen vom Inflationsziel nach unten und nach oben sind gleichermaßen "unerwünscht". Doch gerade dieser neue Ermessensspielraum, den sich der EZB-Rat eingeräumt hat, hat es in sich. Denn es ist absehbar, dass ein Überschreiten des Inflationsziels eher akzeptiert wird als ein Unterschreiten; dass die Geldpolitik bei einem Unterschreiten des Inflationsziels eher reagieren wird als bei einem Überschreiten.

Der Grund dafür liegt auf der Hand. Wenn die Inflation anzieht, zeigen sich üblicherweise erst die positiven Wirkungen (Konjunkturverbesserung, sinkende Arbeitslosigkeit etc.), während die Kosten der Inflation (Kapitalfehlenkungen, Umverteilung etc.) erst zu einem späteren Zeitpunkt offen zutage treten. Sinkende Güterpreise beziehungsweise eine Unterschreitung des Inflationsziels werden hingegen gefürchtet. Das Bestreben, dass die Inflation bloß nicht "zu niedrig" ausfällt, begünstigt einen "Fehler" in Richtung einer eher zu hohen Inflation. Hinzu kommt, dass die Verschuldungslage - allen voran die der Staaten - den politischen Druck auf die Zentralbank erhöht, die Inflation anzuheizen.

## Alte Probleme

Unter Ökonomen gibt es seit jeher eine kontroverse Diskussion über die "richtige", die "optimale" Güterpreis-inflation. In den letzten Jahrzehnten hat sich so etwas wie ein Konsens herausgebildet, demzufolge die Inflation der Konsumgüterpreise bei 2 Prozent liegen sollte. Es gibt aber auch immer wieder Stimmen, die für ein Inflationsziel von 3 oder 4 Prozent pro Jahr plädieren. An dieser Stelle soll jedoch nur ein Aspekt dieser Diskussion hervorgehoben werden: und zwar die Bedeutung der Inflation beim Abbau der Schuldenlasten. Wichtig ist hier zu wissen, dass die Preisinflation den Schuldnern nur dann hilft, wenn sie unerwartet kommt. Das lässt sich anhand eines einfachen Beispiels einsehen.

Der Staat leiht sich 100 Euro von seinen Bürgern. Der nominale Zins beträgt dabei 4 Prozent. Er setzt sich aus einem Realzins von 2 Prozent und einer Inflationsprämie (für die erwartete Inflation) von 2 Prozent zusammen. Nachdem der Kreditvertrag geschlossen wurde, treibt die Zentralbank die Inflation auf, sagen wir, 5 Prozent. Die Verzinsung für den Gläubiger ist nunmehr negativ: Er erhält einen nominalen Zins von 4 Prozent, der bei einer Inflation von 5 Prozent auf einen Realzins von minus 1 Prozent hinausläuft. Aufgrund der "Überraschungsinflation" (das heißt die tatsächliche Inflation ist höher ausgefallen als die ursprünglich erwartete Inflation) gewinnt der Schuldner auf Kosten der Gläubiger.

Die geprellten Gläubiger werden aus dieser Erfahrung lernen. Sie werden dem Versprechen der Zentralbank nicht mehr glauben. Beim nächsten Kreditabschluss werden sie nicht mehr 2 Prozent, sondern, sagen wir, 6 Prozent Inflation erwarten. Der neue Kreditzins liegt dann bei 8 Prozent. Will die Zentralbank den Schuldner

erneut durch Überraschungsinflation auf Kosten der Gläubiger besserstellen, muss sie eine Inflation von mehr als 8 Prozent sorgen. Es ist leicht zu erkennen, wohin dieses Spiel aus Täuschen, Lernen und erneutem Täuschen führt: Die Inflationserwartungen und die tatsächliche Inflation schrauben sich in die Höhe, es kommt letztlich zur Hoch-, im Extremfall zur Hyperinflation.

## 1 Negative Realzinsen – und kein Ende in Sicht

Langfristiger Kapitalmarktzins in Deutschland in Prozent, nominal und real\*



Quelle: Refinitiv; Graphik Degussa. \*Nominalzins minus jährlicher Anstieg des Konsumgüterpreisindexes.

Die Zentralbank-Räte wissen um die explosive Wirkung, die die Inflationspolitik hat, wenn sie zum Schuldenabbau eingesetzt wird. Deshalb kontrollieren sie mittlerweile auch die Kapitalmarktzinsen. Spätestens seit der Krise 2008/2009 bestimmen die Zentralbanken nicht nur die Kurzfristzinsen, durch ihre Anleihekäufe haben sie jetzt auch die Langfristzinsen fest im Griff. Wenn die Geldpolitik die Preisinflation in die Höhe treibt, fällt daher der Realzins bei unverändertem Nominalzins. Diese Entwicklung zeigt Abb. 1 für Deutschland. Seit Anfang 2010 bis heute liegt der Realzins bei durchschnittlich minus 0,40 Prozent, am aktuellen Rand sogar bei minus 2,50 Prozent.

Das bedeutet, der Anleger, der eine 10-jährige Anleihe kauft, verliert ein Viertel der Kaufkraft seiner Ersparnisse (wobei angenommen wird, dass der Realzins über die Restlaufzeit unverändert bleibt): Vereinfacht gesprochen wird die Kaufkraft seiner 100 Euro auf 75 Euro fallen. Der Staat kann sich also unter diesen Bedingungen seiner Schulden auf Kosten seiner Gläubiger entledigen. Doch das schafft natürlich für viele Menschen gewaltige Probleme. In einem Regime der negativen Realzinsen lässt sich kaum mehr Kapital für die Altersvorsorge aufbauen. Versorgungslücken und Altersarmut sind die Folgen. Zudem provoziert der negative Realzins weitere Fehlentwicklungen.

Er bläht die Vermögenspreise - also die Preise für zum Beispiel Aktien, Häuser und Grundstücke - auf. Das erhöht die Beleihungswerte dieser Vermögensgüter, und die Aufnahme von neuen Krediten wird ermutigt und erleichtert. Gerade für Großinvestoren, die besonders leichten Zugang zu neuen Krediten haben, ergeben sich dabei große Chancen. Sie können beispielsweise Immobilien auf Kredit kaufen. Das wiederum treibt die Immobilienpreise in die Höhe, und früher oder später ziehen auch die Mieten an. Die Folge: Der Erwerb von Wohnraum wird für viele Menschen unerschwinglich, und die Mietzahlungen nehmen einen immer größeren Anteil des Einkommens in Anspruch.

Die Einkommen- und Vermögensschere in der Gesellschaft läuft auseinander - und zwar nicht deshalb, weil die "Erfolglichen" sich ihr Vermögen durch den "Dienst am Kunden" erworben hätten, sondern weil sie auf der Siegerseite der Inflationspolitik stehen, weil die Geldpolitik die Preise ihrer Vermögensgüter inflationiert. Es ist absehbar, dass der negative Realzins und die Güterpreis-inflation das gesellschaftliche Miteinander der Menschen vergiftet. Neid und Missgunst greifen um sich. Die "Zukurzgekommenen" werden sich wehren, werden Politiker wählen, die vollmundig versprechen, gegen die Ungerechtigkeiten anzugehen - und zwar mit Steuern, Regulierungen, Ge- und Verboten.

Dass man das Übel bei der Wurzel packt - also die Inflationspolitik der Zentralbank beendet - ist dabei leider sehr unwahrscheinlich. Zum einen ist es für die breite Bevölkerung in der Regel nur schwer zu verstehen, dass das Phänomen im Zeitablauf steigender Güterpreise das direkte Ergebnis der Zentralbankpolitik ist. Man protestiert bei steigenden Mieten lautstark gegen die Vermieter, gegen die Wohnungseigentümer; und bei steigenden Energiepreisen werden zum Beispiel die Ölscheichs bezichtigt, die Preise übergebührlich anzuziehen. Alle möglichen Inflationstreiber werden angeklagt, nur die Zentralbank bleibt außen vor.

Zum anderen ist mittlerweile die Abkehr von der Inflationspolitik äußerst schwierig geworden. Die gesamte volkswirtschaftlichen Produktions- und Beschäftigungsstruktur steht und fällt nämlich mit der Fortführung des negativen Realzinses beziehungsweise der Beschleunigung der Güterpreisinflation. Vor die Wahl gestellt, die Preisinflation zu stoppen und eine Rezession-Depression größten Ausmaßes hinzunehmen, oder aber die Preisinflation fortzuführen beziehungsweise zu beschleunigen in der Hoffnung, die Konjunktur am Laufen halten zu können, ist es sehr wahrscheinlich, dass sich Regierende und Regierte für das Zweitere und gegen das Erstere entscheiden werden.

Friedrich August von Hayek (1899-1992) erklärte diese Neigung wie folgt:

*“Die Art der Wirkung der Inflation erklärt, warum es so schwer ist, ihr zu widerstehen, wenn die Politik sich hauptsächlich mit besonderen Situationen und nicht mit allgemeinen Bedingungen, mit kurzfristigen und nicht mit langfristigen Problemen befaßt. Sie ist gewöhnlich sowohl für die Regierung als auch für die private Geschäftswelt der leichte Ausweg aus momentanen Schwierigkeiten - der Weg des geringsten Widerstandes und manchmal auch der einfachste Weg, der Wirtschaft über die Hindernisse hinwegzuhelfen, die ihr die Regierungspolitik in den Weg gelegt hat.*

*Sie ist das unausbleibliche Ergebnis einer Politik, die alle anderen Entscheidungen als Gegebenheiten ansieht, an die das Geldangebot so angepaßt werden muß, daß der durch anderen Maßnahmen angerichtete Schaden so wenig wie möglich bemerkt wird.“ (1)*

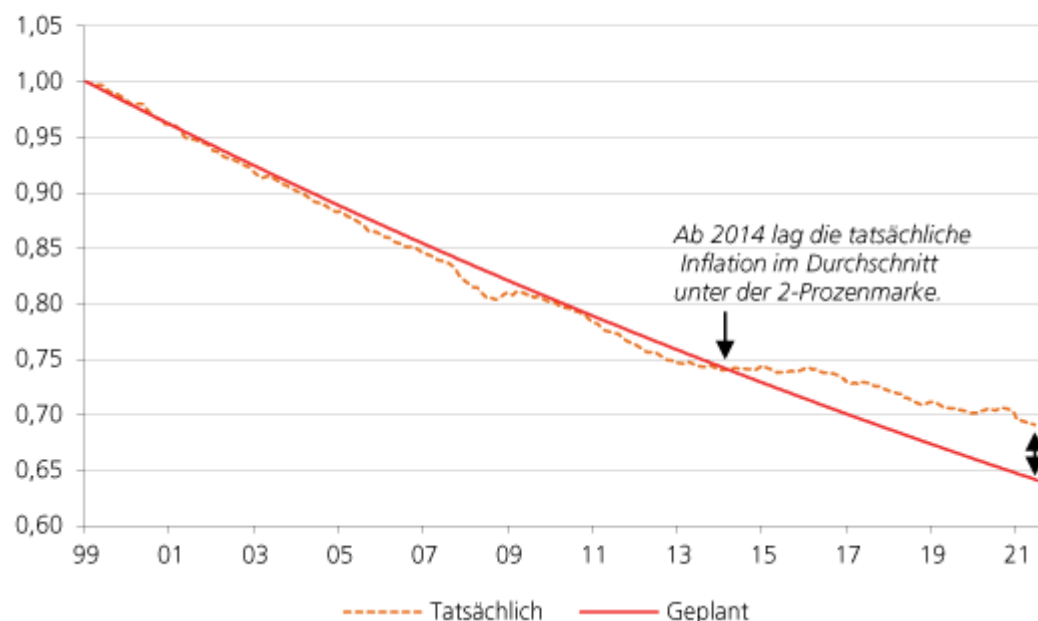
## Was Inflation sein soll

Abb. 2 zeigt die Entwicklung der Euro-Kaufkraft seit Anfang 1999. Legt man die Konsumgüterpreise zugrunde, ist die Kaufkraft des Euro in dieser Zeit um etwa 31 Prozent gefallen. Damit ist sie weniger stark zurückgegangen, als es die EZB ursprünglich in Aussicht gestellt hat. Seit etwa 2014 lag der Anstieg der Konsumgüterpreise im Durchschnitt bei weniger als 2 Prozent pro Jahr.

Das erklärt, warum zwischen der tatsächlichen Euro-Kaufkraft und der geplanten eine "Lücke" von etwa 8 Prozent besteht. Schuldner, die seit 2014 mit einer Preisinflation von 2 Prozent pro Jahr gerechnet hatten, sahen ihre Pläne durchkreuzt: Ihre reale Schulden, ihr realer Schuldendienst, sind gestiegen, während Gläubiger sich über höher als ursprünglich erwartete Realzinsen freuen konnten.

## 2 Die geplante Entwertung der Euro-Kaufkraft

Kaufkraft des Euro, geplant und tatsächlich\*



Quelle: Refinitiv; Graphik Degussa. \*Geplant: 2 Prozent Anstieg pro Jahr des Konsumgüterpreisindex; 1 dividiert durch Preisindex.

Das neue Inflationsziel der EZB bedeutet nun allerdings, dass eine Phase, in der eine "zu geringe" Preisinflation der Konsumgüter vorherrschte, von einer Phase gefolgt wird, in der die Preisinflation "zu hoch" ausfallen wird. Wie bereits gesagt, derzeit liegt die tatsächliche Euro-Kaufkraft um etwa 8 Prozent über der geplanten Euro-Kaufkraft. Der Grund: Die Preisinflation ist seit 2014 durchschnittlich unter der 2-Prozentmarke geblieben. Um folglich wieder auf dem geplanten Pfad der Euro-Entwertung zurückzukehren, müsste die EZB die Konsumgüterpreise eigentlich künftig um etwa 8 Prozent in die Höhe treiben.

Es ist zu diesem Zeitpunkt allerdings nicht klar, ob die EZB-Räte tatsächlich vorhaben, die bereits aufgelaufene "Lücke" (wie in Abb. 2 zu erkennen) zu schließen, oder ob man die vergangene Abweichung auf sich beruhen lässt und sich darauf beschränkt, das neue Inflationsziel lediglich auf die zukünftige Entwicklung anzuwenden. Der EZB-Rat hat folglich einen ganz erheblichen Ermessensspielraum, wie er auf vergangene Abweichungen vom Inflationsziel reagiert. Für den Geldhalter bedeutet das verstärkte Unsicherheit und - wie einleitend angemerkt - die Gefahr, dass die Preisinflation höher als bisher ausfallen wird.

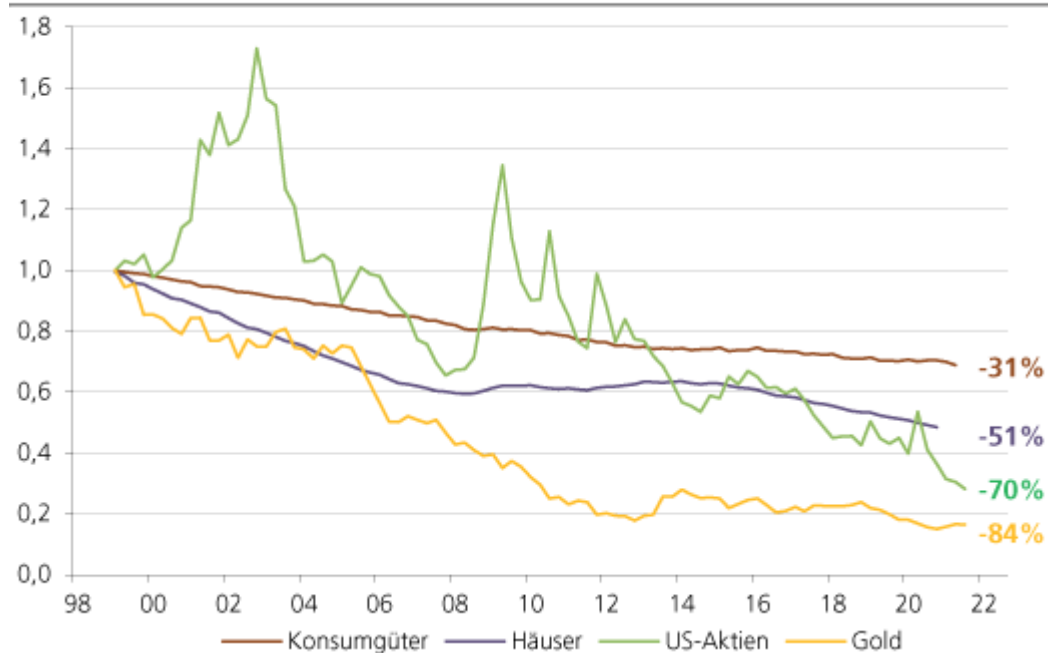
### Was Inflation wirklich ist

Die EZB hält trotz ihres neuen Inflationsziels an einem "alten Inflationsverständnis" fest: Sie versteht Inflation als das Ansteigen der Konsumgüterpreise (künftig auch unter Einbeziehung von Mietzahlungen). Doch die Inflation der Konsumgüterpreise spiegelt bei weitem nicht das tatsächliche Ausmaß der Kaufkraftentwertung des Geldes wider. Das soll Abb. 3 illustrieren. Die Kaufkraft des Euro - bemessen anhand der Konsumgüterpreise - ist seit Anfang 1999 um 31 Prozent gefallen.

Anders gesagt: Mit einem Euro konnte man 1999 noch 1 Apfel kaufen. Anfang 2021 bekam man nur noch 0,69 Äpfel für 1 Euro. Legt man die Häuserpreise zugrunde, hat sich die Kaufkraft des Euro halbiert seit seiner Einführung. Gegenüber US-Aktien hat sie mehr als 70 Prozent verloren, gegenüber dem Gold (in Euro gerechnet) 84 Prozent. Und in den kommenden Jahren wird die Euro-Kaufkraft sehr wahrscheinlich noch schneller schwinden als bisher.

### 3 Die Euro-Kaufkraft verfällt

Kaufkraft des Euro auf Basis verschiedener Preisindizes/Preise\*



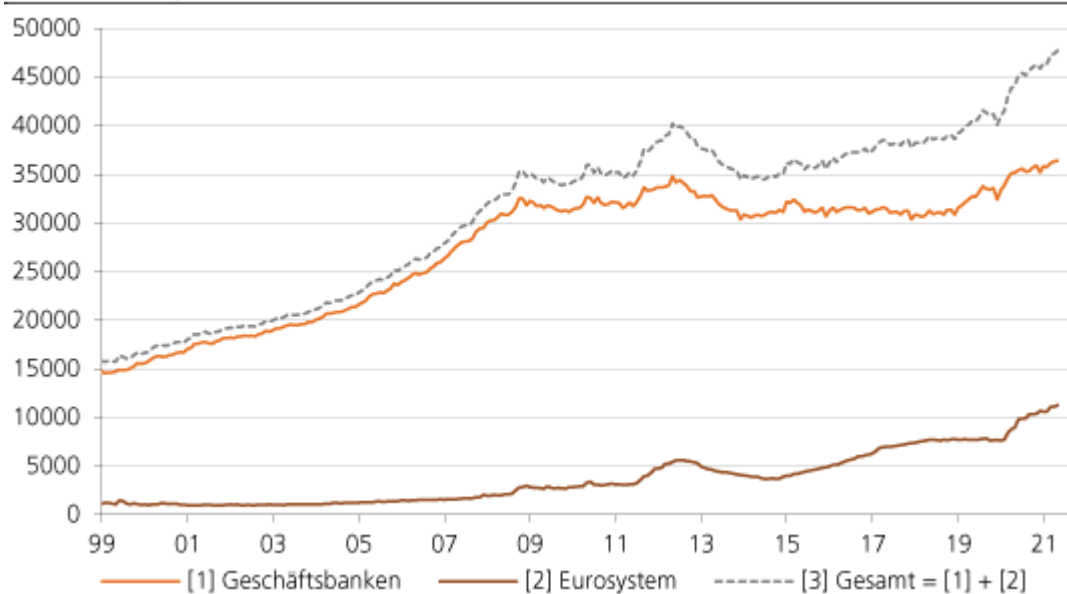
Quelle: Refinitiv; Graphik Degussa. \*Die Kaufkraft des Euro (ohne Berücksichtigung der Verzinsung) ist definiert als 1 dividiert durch den jeweiligen Güterpreisindex. Serien sind indexiert (Q1 '99 = 1). Häuserpreise bis Q2 '20, Konsumgüterpreise bis Q1 '21, Aktienkurse und Goldpreis (€/oz) bis Q2 '21.

Bei einer Geldpolitik, die ihr Inflationsziel nur mittelfristig erreichen will, besteht ein Hang ("Bias"), die tatsächliche Inflation eher "zu hoch" und nicht "zu niedrig" ausfallen zu lassen. Der Grund: Man fürchtet die Effekte einer zu geringen Inflation stärker als die einer zu hohen Inflation, und folglich wird man eher bei einer zu niedrigen Inflation gegensteuern, nicht aber genauso entschieden gegensteuern bei einer zu hohen Inflation. Erschwerend kommt das Folgende hinzu: Geldpolitische Maßnahmen, allen voran das Ausweiten der Kredit- und Geldmenge kann zu sehr unterschiedlichen Wirkungen auf die Konsumgüter und Vermögenspreise führen.

In einer Phase, in der beispielsweise die Arbeitsmärkte unterausgelastet sind, und in der die Arbeitnehmer es schwer haben, höhere Nominallöhne durchzusetzen, wird das Ausweiten der Geldmenge vor allem die Vermögenspreisinflation anheizen. Die steigende Geldmenge zeigt sich dann weniger (oder gar nicht) in den Konsumgüterpreisen, sondern sie tritt in Form steigender Häuserpreise und Aktienkurse in Erscheinung. Eine solche Entwicklung setzt natürlich die Kaufkraft des Geldes prinzipiell ebenso herab wie das Ansteigen der Konsumgüter. Mit ihrem neuen Inflationsziel wird die EZB in absehbarer Zeit daher vor allem die Vermögenspreisinflation antreiben.

#### 4 Euro-Bankensektor wird immer größer

Bilanzen Eurosystem und Euro-Bankensektor in Mrd. Euro\*



Quelle: Refinitiv; Graphik Degussa. \*Die Kaufkraft des Euro (ohne Berücksichtigung der Verzinsung) ist definiert als 1 dividiert durch den jeweiligen Güterpreisindex. Serien sind indexiert (Q1 '99 = 1). Häuserpreise bis Q2 '20, Konsumgüterpreise

Der erhöhte Ermessensspielraum, den sich die EZB mit ihrem neuen Inflationsziel eingeräumt hat, kommt nicht von ungefähr: Die EZB wird politisch eingesetzt, um die Euro-Staatsschulden aufzukaufen beziehungsweise die öffentlichen Haushalte der Euro-Staaten mit der elektronischen Notenpresse zu finanzieren. Zusätzlich dazu hat die EZB auch noch den gewaltigen Euro-Bankenapparat liquide zu halten, der unter geringer Rentabilität, hohem Abschreibungsbedarf bei Krediten und dünner Eigenkapitaldecke leidet. Dazu subventioniert die EZB vor allem die Kapitalmarktfinanzierung der Banken, indem sie ihnen Langfristkredite verabreicht (sogenannte "LTROs").

Beides zusammen - das Aufkaufen der Staatsschulden und die Kreditvergabe an die Banken in großem Stil - lässt die Bilanz des Eurosystems (das sind die EZB plus die nationalen Zentralbanken) gewaltig anschwellen. Die kombinierte Bilanz aus Eurosystem plus Euro-Geschäftsbanken beläuft sich mittlerweile auf 47,7 Billionen Euro - das sind etwa 409 Prozent des Euroraum-Bruttoinlandsproduktes. Diese Zahlen sind das jüngste Ergebnis einer Entwicklung, die schon seit Dekaden im Gange ist: Die Staatsschulden und das Bankwesen wachsen schneller als die Wirtschaftsleistung zunimmt - eine Entwicklung, die alles andere als "natürlich" ist, und die auch nicht dauerhaft sein kann.

Die Aussicht, dass die EZB es nicht mehr so ernst nimmt mit ihrem Versprechen, die Preisinflation niedrig zu halten, kann leicht zu einer explosiven Mischung werden, die das Zeug hat, in eine echte Währungskrise zu münden.

© Prof. Dr. Thorsten Polleit  
Auszug aus dem Marktreport der [Degussa Goldhandel GmbH](#)

*(1) Hayek, F. A. v. (1960), Die Verfassung der Freiheit, S. 418-419.*

---

Dieser Artikel stammt von [GoldSeiten.de](#)

Die URL für diesen Artikel lautet:

<https://www.goldseiten.de/artikel/502791--Die-EZB-Raete-wollen-den-Euro-noch-staerker-als-bisher-inflationieren.html>

Für den Inhalt des Beitrages ist allein der Autor verantwortlich bzw. die aufgeführte Quelle. Bild- oder Filmrechte liegen beim Autor/Quelle bzw. bei der vom ihm benannten Quelle. Bei Übersetzungen können Fehler nicht ausgeschlossen werden. Der vertretene Standpunkt eines Autors spiegelt generell nicht die Meinung des Webseiten-Betreibers wieder. Mittels der Veröffentlichung will dieser lediglich ein pluralistisches Meinungsbild darstellen. Direkte oder indirekte Aussagen in einem Beitrag stellen keinerlei Aufforderung zum Kauf-/Verkauf von Wertpapieren dar. Wir wehren uns gegen jede Form von Hass, Diskriminierung und Verletzung der Menschenwürde. Beachten Sie bitte auch unsere [AGB/Disclaimer!](#)

---

Die Reproduktion, Modifikation oder Verwendung der Inhalte ganz oder teilweise ohne schriftliche Genehmigung ist untersagt!  
Alle Angaben ohne Gewähr! Copyright © by GoldSeiten.de 1999-2021. Es gelten unsere [AGB](#) und [Datenschutzrichtlinien](#).