

Dem Euro droht das "Yen-Desaster"

25.06.2022 | [Prof. Dr. Thorsten Polleit](#)

Die EZB stemmt sich gegen eine neue Eurokrise. Ihr Vorgehen weckt Erinnerungen an das Jahr 2012 - und das Vorgehen der japanischen Notenbank. Das bedeutet nichts Gutes für das Eurogeld.

Was haben sich die Räte der Europäischen Zentralbank (EZB) eigentlich gedacht, was passieren würde, wenn sie ihre Anleiheaufkäufe beenden? Es war doch klar, dass kein Investor, der bei Sinnen ist, italienische, spanische oder portugiesische Staatsanleihen zu Zinsen um die 1 Prozentpunkte kaufen würde. Dass die Euro-Anleiherenditen jetzt steigen, so werden die EZB-Räte sagen, sei ja durchaus in Ordnung.

Aber sie werden gleichzeitig auch anmerken, dass die Renditen für einige Euro-Staatsanleihen "zu stark" anziehen. Selbstverständlich wird es für ein Land wie Italien, das einen öffentlichen Schuldenberg in Höhe von etwa 151 Prozent des Bruttoinlandsproduktes hat, sehr teuer, wenn die 10-Jahresrendite für die Staatsschuld auf 4 oder mehr Prozent klettert.

Aber wo, bitte sehr, sollten denn die "richtigen" Zinshöhen für Italien und Spanien und auch alle anderen Euro-Staatsschuldypapiere liegen? Es ist bekanntermaßen die Aufgabe des Kapitalmarktes, auf eben diese Frage eine Antwort zu finden. Was das Angebot und die Nachfrage, an der sich die EZB fortan nicht mehr beteiligt, hervorbringen, mag zwar politisch nicht gewünscht sein, aber es ist keinesfalls falsch.

Wenn man als Investor nicht mehr damit rechnen kann, dass die EZB die Kurse für Euro-Schuldypapiere künstlich hochhält (und deren Rendite entsprechend in die Tiefe drückt), dann wird man solche Zahlungsverprechen nur noch unter der Bedingung besitzen wollen, dass man einen vergleichsweise hohen Zins dafür bekommt. Doch der Kapitalmarkt soll nicht das Sagen haben.

Am Mittwoch hat daher der EZB-Rat eine "Notfallsitzung" einberufen. Man will etwas dagegen tun, dass die Zinsen der Euro-Südländer immer weiter in Richtung Norden steigen. Es gilt vor allem, eine - so der "EZB-Sprech" - "Fragmentierung" der Kapitalmärkte zu verhindern. Dazu sollen zunächst die fällig werdenden Anleihebeträge aus dem Kaufprogramm („PEPP“) verwendet werden, um mit ihnen Anleihen aus Problemstaaten zu kaufen.

Erinnerungen werden wach: Im Juli 2012 sprach der damalige EZB-Präsident Mario Draghi die bekannten Worte "Whatever it takes to preserve the euro" (meine Übersetzung: "Ohne Rücksicht auf Verluste wird der Euro erhalten"). Jetzt ist es also wieder so weit. Doch jetzt wird es wirklich prekär: Die EZB wird vermutlich in so etwas wie eine "vollständige Zinskontrollpolitik" abgleiten.

Wenn eine Zentralbank (offen oder heimlich) eine Zinsobergrenze festlegt - und das ist es vermutlich, was den EZB-Räten vorschwebt -, dann ist das gleichbedeutend mit der Vorgabe eines Mindestkurses für Anleihen.

Liegt der verkündete Mindestkurs über dem markträumenden Kurs - und damit ist zu rechnen, andernfalls bräuchte man keinen solchen Mindestkurs -, stellt sich ein Angebotsüberhang am Anleihemarkt ein: Das Schuldenangebot steigt, während die Nachfrage nach Anleihen zurückgeht. Um zu verhindern, dass die Kurse nachgeben (und die Renditen steigen), muss die Zentralbank den Angebotsüberhang aufkaufen. Die Käufe bezahlt sie mit neu geschaffenem Geld, das die ausstehende Geldmenge erhöht.

Entscheidend für die resultierende monetäre Wirkung ist, von wem die Zentralbank die Anleihen kauft. Stammen sie aus Beständen der Geschäftsbanken, stellt sich "nur" eine Ausweitung der Basisgeldmenge ein: In den Bilanzen der Banken nehmen die Anleihebestände ab, und im Gegenzug steigen die Überschussreserven der Banken.

Werden hingegen die Anleihen, die die Zentralbank erwirbt, von Nichtbanken (wie zum Beispiel Versicherungen, Pensionskassen oder Privatanlegern) verkauft, nimmt die Basisgeldmenge im Bankensektor zu, und es steigen zudem auch die Geschäftsbankengeldmengen M1 bis M3. Die gleiche Wirkung stellt sich ein, wenn die Zentralbank neu ausgegebene Staatsschulden aufkauft, wenn sie also die öffentlichen Haushalte direkt mit dem Anwerfen der elektronischen Notenpresse finanziert.

Die Verkündung und Durchsetzung eines Mindestkurses für Anleihen kann eine schwer zu bremsende Inflationsdynamik entfalten. Je weiter der Mindestkurs der Anleihen über ihrem markträumenden Kurs liegt, je größer fällt das von der Zentralbank zu kaufende beziehungsweise zu monetisierende Schuldenvolumen

aus.

Und je größer die dabei entstehende Geldmengenausweitung ist, desto stärker wird auch der markträumende Anleihenkurs in die Knie gehen: Steigen die Geldmengen stark an, schwindet der Marktwert der Anleihen, und die Investoren verlangen eine höhere Rendite. Das wiederum vergrößert den Angebotsüberhang auf dem Anleihemarkt, der von der Zentralbank aufgekauft werden muss, um den Mindestkurs zu halten. Diese unheilvolle Dynamik verschärft sich, wenn die Schuldenaufnahme des Staates aus dem Ruder läuft.

Und genau das ist bei einer Politik der Zinskontrolle nicht von der Hand zu weisen: Können Regierungen zu günstigen Zinsen an Kredite gelangen, werden sie von dieser Gelegenheit Gebrauch machen. Sie werden nicht nur fällige Schulden durch neue ersetzen, die mit einem niedrigeren Zins ausgestattet sind, sondern sie werden vor allem auch die Neuverschuldung ausweiten.

Der Finanzhunger der Staaten ist schließlich gewaltig; das zeigt nicht nur die Erfahrung, das zeigt sich gerade auch in der aktuellen wirtschaftspolitischen Lage: Im Ausweiten der Staatsverschuldung, in der Keynesianischen Defizitpolitik, wird der Ausweg aus der Coronakrise erblickt, der zu mehr Wachstum und Beschäftigung führen soll. Hinzu kommt, dass die Staaten auch auf neue Schulden setzen, um "grüne Politik" oder eine "Große Transformation" der Volkswirtschaften zu finanzieren.

Dieser Hintergrund ist sehr bedeutsam, denn Befürworter einer Zinskontrollpolitik vertreten häufig die Auffassung, mit dem Verkünden eines Mindestkurses für Anleihen (also einer Zinsobergrenze) wüssten die Kapitalmärkte, woran sie sind: Die Investoren verstehen, dass es für sie unprofitabel ist, gegen die Zentralbank zu wetten. Daher bleiben die Anleihenkurse auf dem geldpolitisch gewünschten Niveau, ohne dass die Zentralbank in größerem Umfang Anleihen tatsächlich aufkaufen müsste.

Genau diese Einschätzung ist in Japan nicht aufgegangen. Von 2016 bis Anfang 2022 stieg die Bilanzsumme der Bank von Japan von 75 Prozent des japanischen Bruttoinlandsproduktes auf 130 Prozent - weil die Bank von Japan die immer weiter anschwellenden Staatsdefizite monetisieren musste, um den Zins niedrig zu halten.

Erschwerend kommt hinzu, dass die Bank von Japan seit September 2015 eine „Zinskurven-Kontrollpolitik“ verfolgt: Sie setzt nicht nur den Kurzfristzins, sondern auch den Langfristzins für Staatsanleihen. Die unablässige Verschuldung des Staates zwingt die japanische Geldbehörde dadurch, die Geldmenge immer weiter auszudehnen. Die Folgen lassen sich bereits in einem Ansteigen der Inflation, vor allem aber im Verfall des Außenwertes des Yen beobachten. Gegenüber dem US-Dollar hat der Yen allein seit Anfang 2020 gut 23 Prozent verloren, und das Gold hat sich in Yen gerechnet um fast 50 Prozent verteuert. Deutlicher kann der Verfall der japanischen Währung, das "Yen-Desaster", nicht ausfallen.

Zu allem Übel scheint die Bank von Japan nun auch die Kontrolle über den Langfristzins zu verlieren. Er soll 0 Prozent sein, mit einem Toleranzbereich von 0,25 Prozentpunkten nach oben und unten. Ende vergangener Woche ist die 10-jährige Rendite der japanischen Staatsanleihen jedoch auf mehr als 0,4 Prozentpunkte hochgeschneilt. Das lässt böses erahnen: Um den Zins niedrig zu halten, wird die Bank von Japan immer mehr Anleihen und damit immer mehr Geld in Umlauf bringen. Ein Rezept für die Zerstörung der Kaufkraft des Yens.

Zurück zur EZB. Sie kann natürlich selbst Schuldpapiere ausgeben, um die Geldmenge, die sie durch die Staatsanleihekäufe ausgegeben hat, wieder einzusammeln. Sie würde dann allerdings zum großen Schuldner gegenüber Banken und Privaten werden. Die Zinsen auf die von der EZB ausgegebenen Papiere müssten mit neu geschaffenen Euros bezahlt werden. Eine fortgesetzte Geldmengenausweitung würde dadurch quasi festgeschrieben, eine Art "monetärer Kontrollverlust" installiert. Und dabei gäbe es leider auch keinerlei Garantie, dass die Staaten nicht weitermachen mit ihrer Verschuldung, die Problemlage also verschlimmern.

Die Zinskontrollpolitik ist bereits ein Eingeständnis der "Fiskalischen Dominanz". Das heißt, die Finanzlage der Staaten bestimmt das Handeln der Geldpolitik. Das kann nicht nur zu Inflation führen, sondern auch allzu leicht zu Hoch- oder gar zu Hyperinflation. Im politischen Tagesgeschäft zählt schließlich das Hier und Heute. Die künftigen Folgen, die politische Entscheidungen nach sich ziehen, finden hier meist nur geringe Beachtung.

Zudem ist der politische Anreiz, die Geldmenge im Zuge von schulden-finanzierten Ausgaben auszuweiten, ohnehin groß. Denn es hat zunächst positive Wirkungen: Die Konjunktur wird gestützt, die Härten der Arbeitslosigkeit werden verringert, Banken- und Unternehmenspleiten abgewendet.

Früher oder später treten die Negativwirkungen der Geldmengenausweitung - das Ansteigen der

Vermögens- und/oder Konsumgüterpreise - jedoch zutage: Die Kaufkraft des Geldes schwindet, Produktion und Beschäftigung leiden, die Schere zwischen Arm und Reich geht auseinander, Verteilungskonflikte verschärfen sich, in der Gesellschaft greift Verbitterung um sich.

Mit einer Zinskontrollpolitik ist die Gefahr besonders groß, dass die EZB in eine zusehends inflationäre Geldpolitik abrutscht, nicht zuletzt, weil immer niedrige Zinsen die Verschuldungspolitik der Staaten anheizen und Haushaltsreformen entmutigen. Eine andauernde Hochinflation würde vermutlich den Eurozusammenhalt endgültig sprengen. Die EZB, die Staatengemeinschaft ist auf dem Weg dahin.

© Prof. Dr. Thorsten Polleit

Auszug aus dem Marktreport der [Degussa Goldhandel GmbH](#)

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

Die URL für diesen Artikel lautet:

<https://www.goldseiten.de/artikel/543422--Dem-Euro-droht-das-Yen-Desaster.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 1999-2025. Es gelten unsere [AGB](#) und [Datenschutzrichtlinien](#).