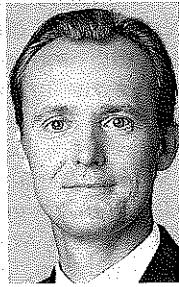


# Der Kauf von Staatsanleihen führt zu Inflation

Börsen-Zeitung, 25.6.2010  
Es gibt eine Reihe von Argumenten, die die Politik der Staatsanleihekäufe durch die Europäische Zentralbank (EZB) ablehnen. Erstens hält der Aufkauf die Marktpreise der Staatsanleihen künstlich hoch, verhindert also, dass sich die Kurse an das „richtige“ Marktniveau anpassen. Und da Wertpapiere in einer (mehr oder weniger ausgeprägten) Substitutionsbeziehung zueinander stehen, führt das geldpolitische Eingreifen im Markt für Staatsanleihen dazu, dass die Kapi-



**Thorsten Polleit**  
German Chief  
Economist von  
Barclays Capital  
in Frankfurt

talmärkte insgesamt daran gehindert werden, sich zu auf das „richtige“ Preisniveau einzupendeln.

Zweitens, Anleihekäufe führen unweigerlich zu Fehlallokationen, weil sie die gesamte Zinslandschaft verzerren: Schließlich bestimmt der Marktzins maßgeblich die intertemporale Allokation knapper Ressourcen, also Konsum, Sparen und Investieren.

Die geldpolitischen Zinsmarkt-eingriffe laufen also Gefahr, weitere Wirtschafts- und Finanzkrisen auszulösen. Und drittens, Anleihekäufe verringern den Disziplinierungsdruck auf das Finanzgebaren der Staaten: Das Verschulden bleibt attraktiv, denn durch eine Politik der Anleihekäufe steht die EZB verschuldeten Regierungen als „Lender of Last Resort“ zur Verfügung.

## Risiken beim Neutralisieren

Das wohl schlagendste Argument gegen EZB-Staatsanleihekäufe ist jedoch, dass eine solche Politik zu hoher Inflation führt, wenn sie fortgesetzt wird. Würde die EZB den Geschäftsbanken nur etwa 10% ihre Staatsanleihen-Bestände in Höhe von derzeit etwa 1942,1 Mrd. Euro abkaufen, müsste sie dafür zusätzliches (Zentralbank-)Geld in Umlauf bringen, das fast der gesamten Mindestreserve des Bankensektors entspricht – derzeit sind dies etwa 211 Mrd. Euro.

Zwar ließe sich die neu geschaffene Geldmengenausweitung „neutralisieren“, indem zum Beispiel reguläre Offenmarktgeschäfte entsprechend eingeschränkt werden. Eine Inflationspolitik wäre aber dann kaum mehr abzuwenden, wenn in- und ausländische Nichtbanken (Versicherungen, Pensionsfonds, private Anleger etc.) begin-

nen, ihre Staatsanleihen in Höhe von etwa 4100 Mrd. Euro auf den Markt zu werfen. Denn wenn die EZB Anleihen von Nichtbanken kauft, kommt das neu geschaffene Geld unmittelbar auf den Konten der Nichtbanken an – und erhöht die umlaufende Geldmenge (M1 und M3). Die Geldmengenausweitung könnte nur rückgängig gemacht werden, wenn die Zinsen so kräftig angehoben werden, dass Bankkreditvolumen und Geschäftsbankengeldmenge abnehmen.

## Politischer Widerstand

Allerdings würde sich gegen eine solche Geldpolitik wohl heftigster politischer Widerstand regen. Denn eine Rückführung der Bankkredite würde eine (mitunter sehr scharfe) Rezession auslösen. Insbesondere würden Unternehmen und private Haushalte von einem solchen geldpolitischen Manöver getroffen, und auch beträchtliche Verluste im Bankenapparat wären wohl unvermeidbar. Nicht nur Abschreibungen auf die Bankkredite wären die Folge, sondern die Zinsanhebungen würden vermutlich auch so mancher Bank Verluste aus dem Geschäft der Fristentransformation bescheren. Vertrauensverluste in die Solidität der Banken würden die Lage weiter verschlimmern.

## Umverteilung droht

Die Gefahr, dass die EZB immer mehr Staatsanleihen aufkaufen muss, um einen Ausverkauf auf den Rentenmärkten zu bannen, dürfte mit dem Betrag der angekauften Anleihen anwachsen. Investoren werden nämlich ihre Anleihen verkaufen, wenn sie der Meinung sind, dass die „Fair Values“ ihrer Bonds niedriger liegen als die Preise, die sie von der EZB angeboten bekommen.

Die Ankaufspolitik kann nun dafür sorgen, dass aus Sicht der Investoren die Fair Values der Anleihen abnehmen – allein schon deswegen, weil die anwachsende Geldmenge die Inflationserwartungen in die Höhe treibt.

Eine Überschuldung mit einem Ausweiten der Geldmenge lösen zu wollen würde bedeuten, die Vermögen der Kreditgeber zugunsten der Kreditnehmer umzuverteilen. Gerade im Euroraum könnte das besonderen politischen Sprengstoff in sich bergen: Denn Inflation wird die Bürger in einigen Mitgliedsländern auf Kosten der Bürger in anderen Ländern früher oder später sichtbar begünstigen. Der beste geldpolitische Beitrag zur europäischen Integration ist und bleibt daher das Abwenden der Inflation – und folglich sprechen sich die wenigen Stimmen, die sich für ein Einstellen der Anleihekäufe durch die EZB starkmachen, für und nicht gegen das Euro-Projekt aus.