

# Eine Zinskontrolle durch die EZB führt in die Inflationspolitik

**Börsen-Zeitung, 21.8.2012**  
In der Presse („Handelsblatt“, „Der Spiegel“) wird berichtet, die Europäische Zentralbank (EZB) erwäge, die Zinsen von strauchelnden Euro-Schuldenstaaten durch Anleihekäufe innerhalb vorab festgelegter Bandbreiten halten zu wollen. Das käme einer Zinskontrollpolitik bzw. einer Mindestpreispolitik für ausgewählte Staatsanleihen gleich, die die Kaufkraft des Euro erheblich schmälern kann.

## Mindestpreispolitik

Das Ziel, die Renditen ausgewählter Staatsanleihen in vorbestimmten Bandbreiten zu halten, läuft im Kern auf eine Mindestpreispolitik für Bonds heraus (im Prinzip ist es eine Subventionspolitik wie in der Agrarwirtschaft oft praktiziert). Immer wenn der Bondpreis unter ein bestimmtes Niveau fällt (was gleichbedeutend ist mit einem Anstieg der Rendite über ein bestimmtes Niveau), kauft die EZB die Bonds, bis der Bondpreis wieder mindestens dem gewünschten Kurs (bzw. der gewünschten Rendite) entspricht.

Bei solch einer Zinskontrollpolitik gibt die EZB die Kontrolle über die Geldmenge auf – und zwar nicht nur die Kontrolle über die Basisgeldmenge, sondern auch die Kontrolle



**Thorsten Polleit**  
Chefvolkswirt  
Degussa-  
Goldhandel

über die Geschäftsbankengeldmenge: Denn fortan bestimmt die Preisbildung auf den Bondmärkten die Eingriffsnotwendigkeit der Zentralbank und damit auch die Geldmengenvermehrung.

Solange die Zentralbank Staatsanleihen von Geschäftsbanken kauft, kommt es „nur“ zu einer Erhöhung der Überschussreserven im Bankensektor; und solange Banken diese

Reserven nicht dazu verwenden, neue Kredite zu vergeben oder andere Vermögensgegenstände zu erwerben (Häuser, Aktien etc.), bleibt die Geschäftsbankengeldmenge unverändert.

Wenn allerdings Nichtbanken (Versicherungen, Pensionsfonds etc.) beginnen, ihre Staatsanleihen zu verkaufen, ändert sich das Bild. Kauft die EZB nämlich die Wertpapiere von Nichtbanken, so überweist sie den Kaufpreis direkt auf die Konten der Verkäufer, die bei Geschäftsbanken gehalten werden. Durch diese Überweisung steigen dann sowohl die Überschussreserven der Banken als auch die Geschäftsbankengeldmengen, also die (breiteren) Geldmengenaggregate M1, M2 und M3; und damit wäre die Geldentwertung programmiert.

## Weg in die Inflationspolitik

Für strauchelnde Schuldner ist eine Zinskontrollpolitik natürlich verlockend: Sie können sich zu (noch) tief(er)en Zinsen Kredite beschaffen, ohne dass sie ihre unmittelbaren Haushalte reformieren müssen.

Dass eine Zinskontrollpolitik nur gegen „Auflagen“ (oder in der Fachsprache: „Konditionalität“), also gegen Reformfolge gewährt wird, dürfte sich in der Praxis – wie bisher alle Besserungsergebnisse – als leeres Versprechen erweisen. Die Zinskontrollpolitik wird sich vielmehr als Verschuldungsbeschleuniger erweisen: Sie verhilft dazu, noch mehr Schulden zu machen.

Wenn nun Investoren fürchten (müssen), dass die EZB immer mehr Bonds kauft und dadurch immer mehr Geld in Umlauf bringt, sinkt natürlich auch der „Fair Value“ der noch ausstehenden Bonds. Mit anderen Worten: Investoren werden ihre Bonds verkaufen wollen. Dadurch nimmt das Angebot auf dem Bondmarkt weiter zu, die Kurse sinken und die EZB ist gezwungen, noch mehr Bonds aufzukaufen und noch mehr Geld in Umlauf zu bringen. Es kann so eine Dynamik entstehen, bei der die EZB entscheiden muss, mit den Bondkäufen aufzuhören (und damit die Pleite von Staaten hinzunehmen) oder aber weiterzukaufen, was sogar in eine Hyperinflationspolitik führen kann.

Die Durchsetzung der Zinskontrollpolitik in einigen Bondmarktsegmenten (wie z.B. den Märkten für spanische und italienische Bonds) kann Verwerfungen in anderen Marktsegmenten auslösen. Denn sehen Investoren zum Beispiel die Gefahr, dass die Marktinterventionen der EZB Inflation heraufbeschwören, so werden sie sich gegen den drohenden Wertverlust schützen wollen. Dazu müssen sie z.B. Anleihen verkaufen, die noch der freien Preisbildung unterliegen.

## Tintenfleck-Effekt

So könnte es zum Beispiel bei deutschen und französischen Anleihen zu Verkaufsdruck und Zinsauftrieb kommen. Denkbar sind natürlich auch ein „Ausverkauf“ und ein Zinsauftrieb bei Bank- und Unternehmensanleihen. Auch hier würde über kurz oder lang das politische Verlangen laut, diese Zinsen ebenfalls künstlich niedrig zu halten, um Wachstum und Beschäftigung zu fördern. Es käme zu einer Interventionspirale: Wie ein Tintenfleck breitet sich die Intervention in den Märkten

für ausgewählte Bonds auf andere Marktsegmente aus – bis der gesamte Zinsmarkt von der EZB manipuliert und kontrolliert wird.

Die Manipulierung und Kontrolle der Marktzinsen würde große volkswirtschaftliche Schäden nach sich ziehen. Sparen, Konsum und Investitionen würden verzerrt, die volkswirtschaftliche Produktions- und Beschäftigungsstruktur würde fehlgeleitet – und am Ende würde (wieder einmal) nicht nur eine schwere Rezession-Depression, sondern diesmal auch hohe Geldentwertung stehen.

## Folgen für Edelmetallpreise

Eine Zinskontrollpolitik im Euro-Raum, begleitet von einer Ausweitung der Basis- und Geschäftsbankengeldmenge dürfte die Edelmetallpreise nicht nur unterstützen, sondern ihnen zusätzlich Auftrieb verleihen. Wir erwarten (weiterhin) einen Goldpreis in Höhe von 1755 Dollar pro Feinunze am Ende des dritten Quartals dieses Jahres und einen Silberpreis in Höhe von 34 Dollar pro Feinunze.