

<https://blog.de.erste-am.com/ezb-und-preisstabilitaet-ein-oxymoron/>

## EZB und Preisstabilität – ein Oxymoron?

Roman Swaton

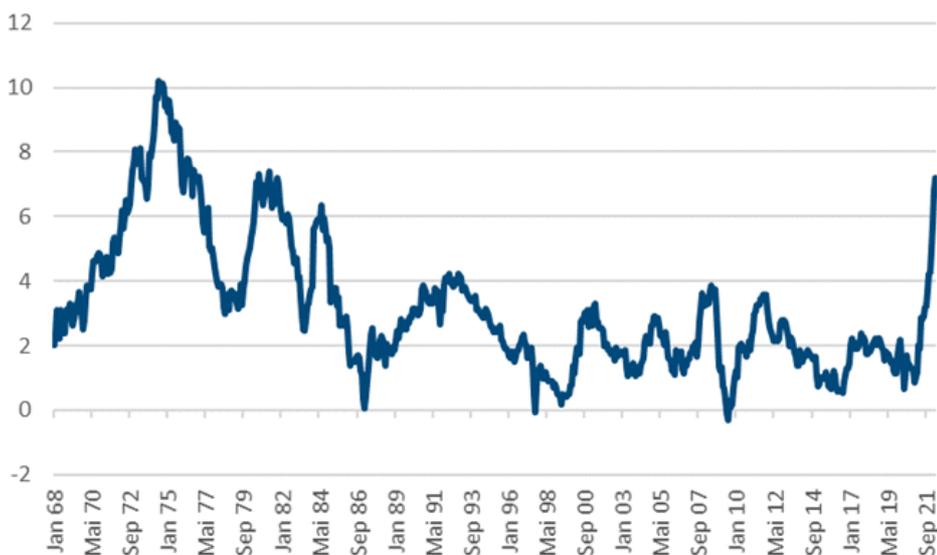


© (c) Philipp von Ditfurth / dpa / picturedesk.com

### Welche Ziele verfolgt die EZB?

Seit der großen Finanzkrise (2007-2009) hat man den Eindruck, dass die Notenbanken ständig Feuer löschen und sich auch um Themen wie Ungleichheit, [Klimawandel](#), Hauspreise, Finanzmarktstabilität, Kreditgeber letzter Instanz und Geopolitik kümmern. Sogenannte „woke“ Zentralbanken sind aber geneigt, steigende Inflationsraten zu vernachlässigen<sup>[1]</sup>. Notenbanken wurde Unabhängigkeit gewährt, damit sie sich auf eine klar definierte Aufgabe konzentrieren. Solange Inflationsraten gering waren, waren diese Vorstöße in Neuland tolerierbar. In Österreich ist aber die Inflationsrate für April mit 7,2%<sup>[2]</sup> so hoch wie zuletzt 1981 (Abb. 1).

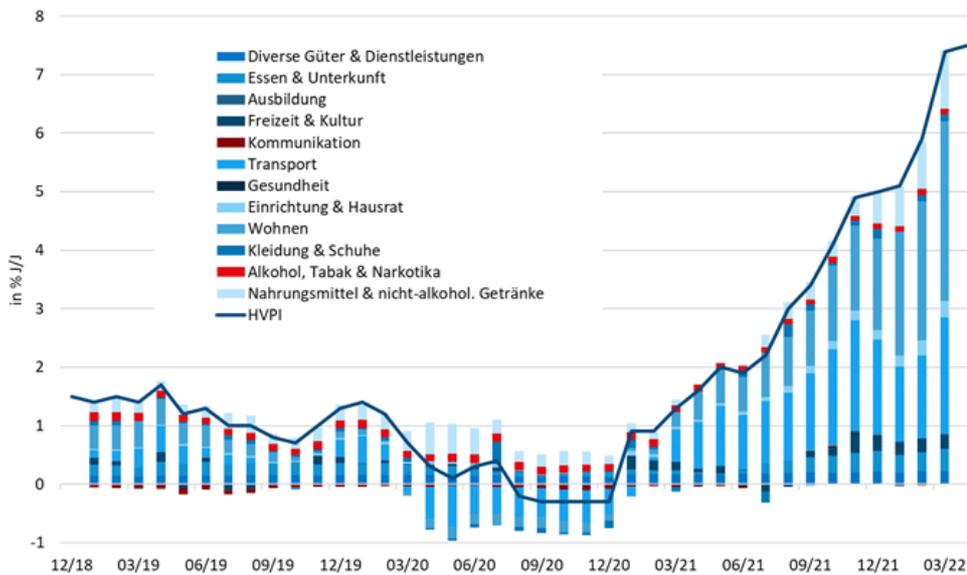
Abb. 1: Verbraucherpreise Österreich, J/J in %



Quelle: Statistik Austria

Abbildung zwei zeigt auf welcher breiter Basis der Anstieg der Verbraucherpreise in der Eurozone erfolgt. Seit eineinhalb Jahren liefern nahezu alle Hauptkomponenten positive Beiträge.

Abb. 2: Harmonisierter Verbraucherpreisindex Eurozone



Quelle: Eurostat, Bloomberg

### Preisstabilität ist nicht gleich Preisstabilität

Die Stabilität des Geldes ist eine Grundvoraussetzung der marktwirtschaftlichen Ordnung. So legt der [Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union \(Art. 127 AEUV, Abs. 1\)](#) auch unmissverständlich fest: „Das vorrangige Ziel des Europäischen Systems der Zentralbanken (im Folgenden „ESZB“) ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union, um zur Verwirklichung der in Artikel 3 des Vertrags über die Europäische Union festgelegten Ziele der Union beizutragen. [...]“

Preisstabilität heißt eine Inflation von 0%. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat diese Definition sukzessive aufgeweicht. Bereits vor der Einführung des Euro verstand der spätere EZB-Präsident Wim Duisenberg 2% als eine tolerierbare Obergrenze<sup>[3]</sup>. Aus dieser 2%-Schranke leitete sich die Sprachregelung von „knapp unter 2%“ ab. Zu einem echten Ziel wurde sie erst unter [Mario Draghi 2015](#): „We shouldn't forget that our mandate is price stability, price stability defined as keeping inflation rate close but below 2%.“

Die Erklärung zur geldpolitischen Strategie der [EZB von 2021](#) weicht die Preisstabilität noch weiter auf: „Nach Auffassung des EZB-Rats kann Preisstabilität am besten gewährleistet werden, wenn er mittelfristig eine Inflationsrate von 2% anstrebt. Der EZB-Rat versteht dieses Ziel als ein symmetrisches Ziel.“

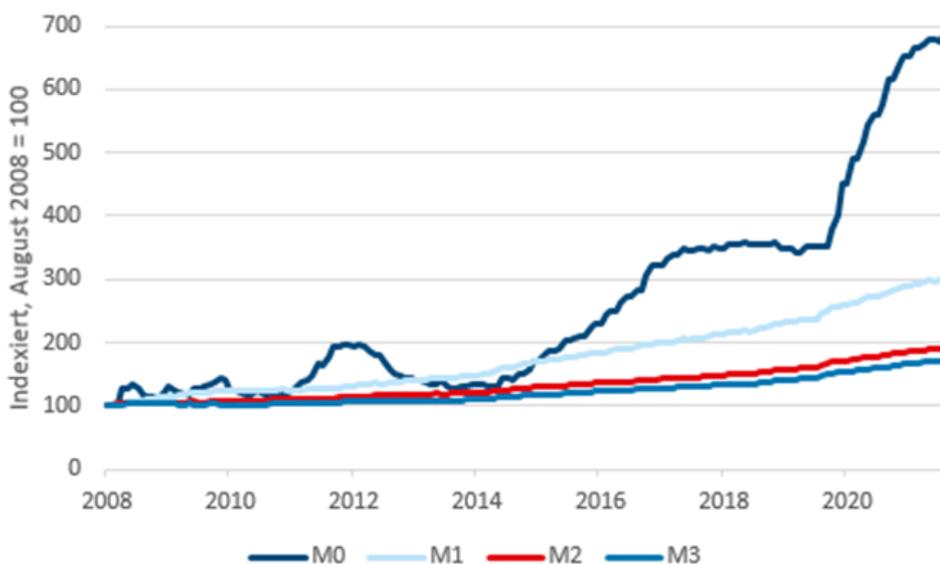
[Präsidentin Lagarde](#) erläuterte dies gegenüber der internationalen Presse wie folgt: „The new formulation removes any possible ambiguity and resolutely conveys that 2% is not a ceiling.“

Man darf davon ausgehen, dass bei der Formulierung des Vertrages von Maastricht, die Vor- und Nachteile von ein bisschen Inflation versus Deflation genauestens abgewogen wurden. Am Ende waren es die Parlamente der EU, die den Maastricht-Vertrag ratifiziert haben. Sie gaben das Ziel der Preisstabilität vor, was eben einer Inflationsrate von 0% entspricht. Dem EZB-Rat als Vollzugsorgan fehlt die Legitimation für die Abänderung dieser Zielvorgabe.

### Expansion der Geldmenge zwecks Staatsschuldenfinanzierung?

Nach dem Zahlungsausfall von Lehman Brothers im Zuge ihrer Eigenschaft als vermeintlicher Retter der letzten Instanz generierte die EZB ein Geldmengenwachstum ohne Ende (SMP, OMT, PSPP, LTRO, TLTRO und PEPP). Die Zentralbankgeldmenge (Geldbasis, M0) versiebenfachte sich im Zeitraum von August 2008 (Vorabend der Pleite von Lehman Brothers) bis März 2022 (Abb. 3)<sup>[4]</sup>.

Abb. 3: Entwicklung der Geldaggregate im Euroraum



Geldaggregate in EUR Mrd.		
	Aug 2008	März 2022
M0	901	6.197
M1	3.790	11.422
M2	7.759	14.884
M3	9.133	15.638

Quelle: Bloomberg

Nach dem Zusammenbruch des Interbankenmarktes 2008 sprang die EZB ein und ließ ihre Mitgliedsnotenbanken gewähren, den Kommerzbanken der jeweiligen Volkswirtschaften zu niedrigem Zins Geld in nahezu unbeschränktem Ausmaß zu verleihen. Diese Vollzuteilungspolitik ist bis heute aufrecht. Ab 2010 drängte die EZB die nationalen Regierungen zu Rettungspaketen, weil sie hohe Abschreibungsverluste fürchtete aufgrund fauler Kredite in der Peripherie, die auch nur mit bankrottgefährdeten Staatsanleihen hinterlegt waren. Aufgrund dieser Vorentscheidung der EZB standen die Parlamente unter einem massiven Entscheidungsdruck. Frankreich forderte den Bruch des Maastricht Vertrages und drohte mit seinem Austritt aus der EU. Die damalige französische Finanzministerin [Christine Lagarde](#) räumte ein: „We violated all the rules because we wanted to close ranks and really rescue the euro zone.“

## Dezentralisierte Druckerpresse

Man muss von einer dezentralisierten Druckerpresse sprechen, denn einzelne nationale Notenbanken bedienen sich hier an der EZB in Frankfurt vorbei: Man denke beispielsweise an [ELA-Kredite](#) und [ANFA-Anlagen](#). Letztere wurden lange Zeit vor der Öffentlichkeit geheim gehalten. Bis vor 2014 hat Irland sogar die von der EZB im ANFA zugestandenen Obergrenzen verletzt. Laut Konsolidierter Ausweis des Eurosystems zum 22. April 2022 beliefen sich die Buchwerte dieser nicht geldpolitischen Aktivposten (ANFA) auf 1.676 Milliarden Euro, was 19% der Bilanzsumme entspricht.

In der Coronakrise sind bekanntlich alle Dämme gebrochen. In ihrer ersten Presseerklärung am 12. März 2020 sagte EZB-Präsidentin [Christine Lagarde](#) betreff der Renditeaufschläge von Staatsanleihen in der Eurozone, es sei nicht Aufgabe der EZB, die Spreads abzuschaufen. Da dies vom Kapitalmarkt gar nicht gut aufgenommen wurde, kündigte die EZB am 18. März 2020 die erste Tranche des PEPP im Ausmaß von 750 Milliarden Euro an. Zwei weitere sollten folgen.

Mit all den Anleihen-Ankaufprogrammen half die EZB über die letzten knapp eineinhalb Jahrzehnte den Staaten beim Schuldenmachen. Die zweifelhafte Legitimation der Staatspapierkäufe im Lichte von Art. 123 AEUV unterstreicht auch das Memorandum der Ex-Gouverneure<sup>[5]</sup>: *“There is broad consensus that, after years of quantitative easing, continued securities purchases by the ECB will hardly yield any positive effects on growth. This makes it difficult to understand the monetary policy logic of resuming net asset purchases. In contrast, the suspicion that behind this measure lies an intent to protect heavily indebted governments from a rise in interest rates is becoming increasingly well founded. From an economic point of view, the ECB has already entered the territory of monetary financing of government spending, which is strictly prohibited by the Treaty.”*

Dass sich hier die EZB mandatsüberschreitende Kompetenzen anmaßt legt auch Art. 5 EUV, Abs. 2 nahe: *„Nach dem Grundsatz der begrenzten Einzelermächtigung wird die Union nur innerhalb der Grenzen der Zuständigkeiten tätig, die die Mitgliedstaaten ihr in den Verträgen zur Verwirklichung der darin niedergelegten Ziele übertragen haben. Alle der Union nicht in den Verträgen übertragenen Zuständigkeiten verbleiben bei den Mitgliedstaaten.“*

Besonders prägnant formuliert es Hans-Werner Sinn<sup>[6]</sup>: *„In den Verträgen wurde der EZB nicht das Recht gegeben, länderspezifische Zinsvergütungen zu gewähren oder die daraus resultierenden Targetsalden zuzulassen, und wenn ihr das Recht nicht explizit gegeben wurde, dann hat sie es wegen des für alle EU-Verträge geltenden Prinzips der Einzelermächtigung (Artikel 5.2 des EU-Vertrags) auch nicht.“*

Die Staatsanleihenankäufe reduzierten die Zinsen der Staaten und regten zu mehr Staatsverschuldung an. Allerdings unterminiert die EZB damit ihre Unabhängigkeit. Denn wenn Mitgliedsländer hohe Schulden haben, werden sie es sich zweimal überlegen, monetäre Falken als Notenbankgouverneure zu nominieren, die vorrangig das Ziel der Preisstabilität verfolgen.

## Explosive Gemengelage und Gefahr in Verzug

Auf den Immobilienmärkten und am Bau steigen die Preise schon des Längeren stark (Kurzarbeit, Lockdowns, fehlende Materialien). Die gestörten Lieferketten verlängerten die Lieferzeiten für industrielle Zwischenprodukte, was auch die Wartezeiten für Endprodukte erhöhte bei aufgestauter Nachfrage. Die expansive Fiskalpolitik generiert Nachfrageeffekte, obwohl sich die Wirtschaft in der Eurozone nach dem ersten Corona-Jahr 2020 auf Erholungskurs befindet. Die Energiewende lässt Energiepreise steigen. Der Pensionsantritt der Babyboomer bedeutet einen Inflationsschub. Hinzu kommt die Abwertung des Euro. Der Einmarsch Russlands in die Ukraine befeuerte noch einmal die Energiepreisanstiege. Der Anstieg der Produzentenpreise auf über 10% im Sommer 2021 hätte eigentlich schon ein Warnsignal sein müssen.

## EZB muss Geldpolitik straffen

Die EZB muss ehestens mit der Straffung der Zügel der Geldpolitik beginnen und sich an der Fed ein Beispiel nehmen. Ein Zinsanstieg würde den Staaten wieder Schuldendisziplin üben lassen. Quantitative Tightening (Rückführung des Anleihenbestandes) ist geboten. Die dezentrale Geldschöpfung wie im Rahmen von ANFA und ELA sollte beendet werden. Denn hier kommt es zu nicht politisch gedeckten länderübergreifenden Umverteilungen mit externalisierten Inflationsrisiken. Die Notenbanken sollten wieder zu kurzfristigen Refinanzierungsgeschäften gegen hochrangige Sicherheiten zurückkehren. Die langfristigen Zinsen sollten von den Märkten bestimmt werden. Denn sonst ist die Stabilität eines Staatenbundes gefährdet, wenn sich ein Mitgliedsstaat exzessiv verschuldet, ohne höhere Zinsen zahlen zu müssen. Der EZB-Rat hat nicht das Mandat, die Fiskalunion vorwegzunehmen.



„Die EZB muss ehestens mit der Straffung der Zügel der Geldpolitik beginnen und sich an der Fed ein Beispiel nehmen.“

Roman Swaton, Head of Credits, Erste Asset Management

Bis vor kurzem zeigte die Ausweitung der Geldmenge nur sehr begrenzte Auswirkungen auf die Wirtschaftstätigkeit (Liquiditätsfalle). Das Geld wurde gehortet und floss nicht in den Güterkreislauf. Die Banken waren bei der Giralgeldschöpfung (Schaffen zusätzlicher Geldmengen durch Geschäftsbanken mit dem Ziel, mehr Bargeld für die Kund:innen zur Verfügung zu stellen, Anm.) zurückhaltend. Der Geldbasisüberhang ist aber eine tickende Zeitbombe, wo man hoffen muss, dass er nicht auch ein beschleunigtes Wachstum von M1 auslöst. Das Vertrauen in den Geldwert muss erhalten bleiben. Die Geschichte liefert genug Beispiele für die dramatischen gesellschaftlichen Folgen von Geldentwertungen. Aufgrund ihrer Mandatsabweichungen muss die EZB jetzt umso deutlichere Schritte setzen.

[1] „Too much to do“, Special Report: Central Banks, The Economist, 23.04.2022, S.7 zitiert Larry Summers, Harvard University (früherer Staatssekretär im US-Finanzministerium)

[2] „Inflation im April 2022 laut Schnellschätzung voraussichtlich bei 7,2%“, Statistik Austria, Pressemitteilung 29.04.2022

[3] „Die wundersame Geldvermehrung“, H.-W. Sinn, Herder 2021, S.257

[4] Nach der Quantitätstheorie des Geldes würde dies ceteris paribus auch mit einer Versiebenfachung des Preisniveaus einhergehen. Tendenziell betrachten Quantitätstheoretiker höhere Geldmengenaggregate wie M3. In ihren ersten Jahren verfolgte die EZB auch ein jährliches Wachstumsziel für M3 von 4,5% (gleitender Dreimonatsdurchschnitt).

[5] „Memorandum on ECB Monetary Policy“; H. Hannoun, O. Issing, K. Liebscher, H. Schlesinger, J. Stark, N. Wellink; Bloomberg News, 4. Oktober 2019

[6] „Die wundersame Geldvermehrung“, H.-W. Sinn, Herder 2021, S.81

Erläuterungen zu Fachausdrücken finden Sie in unserem Fonds ABC: [Fonds-ABC | Erste Asset Management](#)

## Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemittelung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle Erste Asset Management GmbH. Die Kommunikationssprache der Vertriebsstellen ist Deutsch und jene der Verwaltungsgesellschaft zusätzlich auch Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und veröffentlicht. Für die von der Erste Asset Management GmbH verwalteten Alternative Investment Fonds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt.

Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ sowie das Basisinformationsblatt sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage [www.erste-am.com](http://www.erste-am.com) jeweils in der Rubrik Pflichtveröffentlichungen abrufbar und stehen dem/der interessierten Anleger:in kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen das Basisinformationsblatt erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage [www.erste-am.com](http://www.erste-am.com) ersichtlich. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte ist in deutscher und englischer Sprache auf der Homepage [www.erste-am.com/investor-rights](http://www.erste-am.com/investor-rights) abrufbar sowie bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich.

Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb von Anteilscheinen im Ausland getroffen hat, unter Berücksichtigung der regulatorischen Vorgaben wieder aufzuheben.

**Hinweis:** Sie sind im Begriff, ein Produkt zu erwerben, das schwer zu verstehen sein kann. Bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, empfehlen wir Ihnen, die erwähnten Fondsdokumente zu lesen. Diese Unterlagen erhalten Sie zusätzlich zu den oben angeführten Stellen kostenlos am jeweiligen Sitz der vermittelnden Sparkasse und der Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG. Sie können die Unterlagen auch elektronisch abrufen unter [www.erste-am.com](http://www.erste-am.com).

**Wichtig:** Die im Basisinformationsblatt angeführten Performance-Szenarien beruhen auf einer Berechnungsmethodik, die in einer EU-Verordnung vorgegeben ist. Die künftige Marktentwicklung lässt sich nicht genau vorhersagen. Die dargestellten Performance-Szenarien zeigen nur mögliche Erträge auf, basieren dabei aber auf den Erträgen in der jüngeren Vergangenheit. Die tatsächlichen Erträge könnten niedriger ausfallen als angegeben.

Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Merkmale unserer Anleger:innen hinsichtlich des Ertrags, der steuerlicher Situation, Erfahrungen und Kenntnisse, des Anlageziels, der finanziellen Verhältnisse, der Verlustfähigkeit oder Risikotoleranz.

**Bitte beachten Sie:** Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Eine Veranlagung in Wertpapieren birgt neben den geschilderten Chancen auch Risiken. Der Wert von Anteilen und deren Ertrag können sowohl steigen als auch fallen. Auch Wechselkursänderungen können den Wert einer Anlage sowohl positiv als auch negativ beeinflussen. Es besteht daher die Möglichkeit, dass Sie bei der Rückgabe Ihrer Anteile weniger als den ursprünglich angelegten Betrag zurückerhalten. Personen, die am Erwerb von Investmentfondsanteilen interessiert sind, sollten vor einer etwaigen Investition den/die aktuelle(n) Prospekt(e) bzw. die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“, insbesondere die darin enthaltenen Risikohinweise, lesen. Ist die Fondswährung eine andere Währung als die Heimatwährung des/der Anleger:in, so können Änderungen des entsprechenden Wechselkurses den Wert der Anlage sowie die Höhe der im Fonds anfallenden Kosten - umgerechnet in die Heimatwährung - positiv oder negativ beeinflussen.

Wir dürfen dieses Finanzprodukt weder direkt noch indirekt natürlichen bzw. juristischen Personen anbieten, verkaufen, weiterverkaufen oder liefern, die ihren Wohnsitz bzw. Unternehmenssitz in einem Land haben, in dem dies gesetzlich verboten ist. Wir dürfen in diesem Fall auch keine Produktinformationen anbieten.

Zu den Beschränkungen des Vertriebs des Fonds an amerikanische oder russische Staatsbürger entnehmen Sie die entsprechenden Hinweise dem Prospekt bzw. den „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“.

In dieser Mitteilung wird ausdrücklich keine Anlageempfehlung erteilt, sondern lediglich die aktuelle Marktmeinung wiedergegeben. Diese Mitteilung ersetzt somit keine Anlageberatung und berücksichtigt weder die Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen, noch unterliegt sie dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Die Unterlage stellt keine Vertriebsaktivität der Verwaltungsgesellschaft dar und darf somit nicht als Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanz- oder Anlageinstrumenten verstanden werden.

Die Erste Asset Management GmbH ist mit den vermittelnden Sparkassen und der Erste Bank verbunden.

Beachten Sie auch die „Informationen über uns und unsere Wertpapierdienstleistungen“ Ihres Bankinstituts.

Druckfehler und Irrtümer vorbehalten.



## Roman Swaton

Head of Credits, Erste Asset Management