



Flossbach von Storch  
RESEARCH INSTITUTE

WIRTSCHAFT & POLITIK 29/10/2021

## **Die EZB ist hinter der Kurve**

von NORBERT F. TOFALL

### Zusammenfassung

Die EZB wird möglichst lange eher deutlich höhere Inflationsraten zulassen, als durch Zinserhöhungen die gesamte Eurozone unter Druck zu setzen.

### Abstract

The ECB will allow significantly higher inflation rates for as long as possible rather than putting the entire eurozone under pressure by raising interest rates.



Die Europäische Zentralbank hat auf ihrer gestrigen Ratssitzung beschlossen, die Leitzinsen unverändert zu lassen. Zudem sieht die EZB weiterhin Bedarf für ihre Anleihekaufprogramme. Die Preisentwicklung im Euroraum würde zwar länger anhalten als bisher von der EZB erwartet, würde im nächsten Jahr aber fallen. Sowohl mit ihrer Politik als auch mit ihren Erwartungen für die Zukunft ist die EZB in jeder Hinsicht hinter der Kurve.

Um das symmetrisches Inflationsziel der EZB von 2 % zu erreichen, will der EZB-Rat die Leitzinsen so lange auf ihrem aktuellen oder sogar auf einem niedrigeren Niveau fixieren, bis die Inflationsrate deutlich vor dem Ende des EZB-Projektionszeitraums 2 % erreicht und die Inflationsrate diesen Wert im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums dauerhaft halte. Erst wenn der EZB-Rat der Auffassung ist, daß die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation hinreichend fortgeschritten sei, um mit einer sich mittelfristig bei 2 % stabilisierenden Inflation vereinbar zu sein, soll die Politik geändert werden. „Dies geht unter Umständen damit einher, dass die Inflation vorübergehend moderat über dem Zielwert liegt.“<sup>1</sup>

Im Euroraum lag die Inflationsrate im September bei 3,4 Prozent, in Deutschland bei 4,1 Prozent. Nach vorläufigen Berechnungen ist die Inflationsrate in Deutschland im Oktober auf 4,5 Prozent gestiegen. Es wird in Deutschland für November sogar eine Inflationsrate von über 5 Prozent erwartet. Wenn die Einschätzung des EZB-Rates richtig ist, dann müßten diese Werte für die Inflationsrate in den nächsten Monaten deutlich sinken. Aber was passiert, wenn das nicht der Fall sein sollte? Wird die EZB dann wirklich die Leitzinsen deutlich erhöhen und das auf ein Niveau, so daß man von einer Zinswende, die diesen Namen auch verdient, sprechen kann?

Wohl kaum. Denn bereits nur moderate Zinserhöhungen könnten die Schuldentragfähigkeit der meisten EU-Mitgliedsstaaten sofort belasten. Und eine Zinswende, die diesen Namen auch verdient, dürfte die Schuldentragfähigkeit einiger EU-Mitgliedstaaten wie beispielsweise Italien sogar sprengen. Daß ein italienischer Staatsbankrott Auswirkungen auf die ganze Eurozone hätte, liegt auf der Hand. Die EZB hat in den letzten Jahren alles unternommen, um ein Herausbrechen von Italien aus der Eurozone zu verhindern. Aber auch Frankreichs Schuldentragfähigkeit würde bereits bei moderaten Zinserhöhungen enorm belastet werden. Die EZB wird deshalb möglichst lange eher deutlich höhere Inflationsraten zulassen, als durch

---

<sup>1</sup> Vgl. Pressemitteilung der EZB vom 28. Oktober 2021, online: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.mp211028~85474438a4.de.html>



Zinserhöhungen die gesamte Eurozone unter Druck zu setzen.<sup>2</sup> Die Rechtfertigung dafür schafft sie sich mit ihren wiederkehrenden Prognosen eines Rückgangs der Inflation unter 2 % über die nächsten drei Jahre selbst.

Die Frage ist jedoch, wie lange das politisch gutgeht. Einerseits verringert die Schönfärberei der Inflationssichten die Glaubwürdigkeit der EZB. Und andererseits ist die Bereitschaft, höhere Inflationsraten in Kauf zu nehmen, in den verschiedenen EU-Mitgliedsländern sehr unterschiedlich ausgeprägt. Die bisherigen Interessenunterschiede zwischen fiskalpolitisch solideren Nord-Euroländern und fiskalpolitisch unsoliden Süd-Euroländern dürften sich daher verstärken. Euro-Austrittsdrohungen könnten wieder sehr schnell erhoben werden. Denn die politische Lage in vielen EU-Mitgliedsländern dürfte sich durch länger anhaltende hohe Inflationsraten verändern. Sowohl rechte als auch linke populistische Parteien könnten erneut Zulauf erhalten und die Polarisierung in der EU weiter vorantreiben. Die Inflation dürfte der Haupttreiber dieser Entwicklung sein.

Sollte sich die Inflation verstetigen, was im Moment wahrscheinlich ist, dann wird der politische Handlungsdruck in den einzelnen Mitgliedsländern steigen, wie man jetzt bereits in Frankreich sehen kann. In Anlehnung an die unwirksamen Preiskontrollen während der Stagflation der 1970er Jahre in den USA werden zur Vermeidung neuer Gelbwesten-Proteste wegen der hohen Energiepreise massive Markteingriffe vorgenommen.

Wenn die Inflation sehr niedrig ist, dann sind für die Menschen Null- und Negativzinsen schon ärgerlich. Wenn die Inflation aber deutlich über längere Zeiträume steigt, dann können Null- und Negativzinsen zur politischen Zeitbombe in den einzelnen EU-Mitgliedsländern werden. Die hohen Inflationsraten sind für die EZB zwar noch kein Gamechanger, politisch könnte sich das Spiel in der EU jedoch schneller ändern, als es der EZB lieb ist.

---

<sup>2</sup> Siehe bereits NORBERT F. TOFALL: *Schuldenverharmlosung als geopolitisches Problem*, Kommentar zu Wirtschaft und Politik des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE vom 30. Juni 2021, online: <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/kommentare/schuldenverharmlosung-als-geopolitisches-problem/>



## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2021 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, [research@fvsag.com](mailto:research@fvsag.com); *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, [www.bafin.de](http://www.bafin.de); *Autor* Norbert F- Tofall; *Redaktionsschluss* 29. Oktober 2021