

# Inflation wird für die Bevölkerung zum Dauerproblem



W+M veröffentlicht ein Interview, das Jörn Gleisner, Managing Director für Investor Communication der financial relations, mit dem Chefvolkswirt der Degussa Dr. Thorsten Polleit führte.

**Jörn Gleisner:** Die Inflation ist weltweit stark angestiegen. Die US-Zentralbank (Fed) will nun aber im März die Zinsen erstmals anziehen. In der Europäischen Zentralbank (EZB) gibt es ebenfalls Bewegung, die Nullzinspolitik vielleicht doch früher als geplant zu beenden. Die Bank von England hat bereits ihren Leitzins im Dezember 2021 erhöht. Ist die Zinswende da?

**Dr. Thorsten Polleit:** So optimistisch bin ich nicht. Die Leitzinsen werden in den großen Volkswirtschaften zwar sehr wahrscheinlich in diesem Jahr angehoben. Aber nur ganz leicht. Der US-Leitzins liegt Ende 2022 vermutlich bei etwa 1 Prozent, und die EZB könnte den Einlagenzins von derzeit minus 0,5 Prozent auf 0 Prozent gebracht haben. Vielleicht ringt sie sich auch noch eine kleine Zinsanhebung ab. Die übermäßige Geldmengenausweitung dies- und jenseits des Atlantiks, die die Kernursache der derzeitigen erhöhten Inflation ist, wird das aber nicht stark genug abbremsen. Die Realzinsen, die Nominalzinsen abzüglich der Inflation, bleiben negativ, so ist es zu befürchten. Die Kaufkraft des Geldes schwindet weiter. Das ist eine Zinsentwicklung, die, so meine ich, das Wort „Zinswende“ nicht verdient.

**Jörn Gleisner:** Was veranlasst Sie daran zu zweifeln, dass die Zentralbanken die Inflation, die nun ja wirklich für viele Menschen offen erkennbar und schmerzlich geworden ist, mit allen Mitteln bekämpfen werden?

**Dr. Thorsten Polleit:** Es sind vor allem vier Gründe. **Erstens:** Die weltweite Verschuldung ist mittlerweile so groß geworden, dass die Volkswirtschaften sich steigende Realzinsen sprichwörtlich gar nicht mehr leisten können, ohne die nächste Finanz- und Wirtschaftskrise vom Zaune zu brechen. Der Zinssteigerungsspielraum ist so gesehen äußerst gering.

**Zweitens:** Steigende Inflation kommt den Regierungen durchaus zupass: Mit ihr lassen

sich die ausstehenden Schulden von Staaten und Banken in realer Rechnung entwerten. **Drittens:** Die Inflation füllt dem Staat die Kassen: Zumindest anfänglich

steigen zum Beispiel Mehrwert- und Kapitalertragssteuereinnahmen, über kurz oder lang auch die Einkommenssteuereinnahmen, wenn die Löhne an die steigende Inflation angepasst werden. Denn dann kommt es zur „kalten Progression“: Die reale

Steuerlast der Besteueren steigt, der Staat reibt sich die Hände, ist der Gewinner.

Und viertens: Der politisch initiierte Umbau der Volkswirtschaften, weg von fossilen

Brennstoffen, hin zu erneuerbaren Energien, die Liebäugelei mit einer Art „Post-Wachstumsökonomie“, das beständige Zurückdrängen der Reste der freien Marktwirtschaft verursachen gewaltige volkswirtschaftliche Kosten, die, wenn die Bevölkerungen ihr ganzes Ausmaß erkennen, vermutlich keine Zustimmung finden würden. Eine inflationäre Geldpolitik hilft den Regierungspolitikern, die wahren Kosten

des Umbaus vor den Augen der Öffentlichkeit zu verbergen – im Grunde wird derzeit

so verfahren wie bei einer Kriegsfinanzierung. Dadurch treten anfänglich die Inflationkosten nicht oder kaum in Erscheinung. Später ändert sich das jedoch, wird

das ganze Ausmaß des Inflationsschadens sichtbar. Dann jedoch ist die Kaufkraft des

Geldes unwiderruflich herabgesetzt. Ich befürchte, die Zentralbankräte verwehren bei

diesem Vorhaben nicht ihre Mitarbeit, und eine echte Zinswende bleibt aus.

**Jörn Gleisner:** Haben es die Zentralbanken denn überhaupt noch in der Hand, die Inflation zu beeinflussen? Auf die steigenden Energiepreise, die Güterpreissteigerungen, die aus den Problemen in den internationalen Lieferketten rühren, können sie doch gar nicht einwirken!

**Dr. Thorsten Polleit:** Das ist in der Tat eine sehr wichtige Frage. Um sie zu beantworten, muss man sich zunächst vor Augen führen, was Inflation eigentlich ist, und welche Ursache sie hat. Inflation – genauer: Güterpreisinflation – bedeutet ein fortgesetztes Ansteigen der Güterpreise auf breiter Front, also nicht nur ein einmaliges, sondern ein dauerhaftes

Ansteigen. Wie kann das passieren? Es gibt Ökonomen, die erklären Inflation als

nicht-monetäres Phänomen. Sie meinen, steigende Energiepreise oder ein Nachfrageüberhang könne Inflation verursachen. Ihnen stehen Ökonomen gegenüber, die Inflation als monetäres Phänomen interpretieren. Danach kommt es, vereinfacht gesagt, zur Inflation, wenn die Zentralbank die Geldmenge übermäßig ausweitet, wenn die Geldmenge schneller anwächst als das Güterangebot zunimmt. Derzeit sind beide Erklärungen bedeutsam. Die Folge der politisch diktierten Lockdown-Krise bewirkt eine Verteuerung der Güterproduktion und verstärkte Knappheit. Zudem löst die „Grüne Politik“ einen Energiepreisschock aus. Zusammengenommen bewirkt das einen gewaltigen Aufwärtsdruck auf die Güterpreise. Dass das nun aber nach und nach alle Güterpreise im Zeitablauf in die Höhe katapultiert, liegt an dem gewaltigen Geldmengenüberhang, für den die Zentralbanken gesorgt haben. So hat die Fed seit Ende 2019 die Geldmenge M2 um 40 Prozent erhöht, die EZB die Geldmenge M3 um knapp 20 Prozent. Ohne eine solche Geldmengenvermehrung gäbe es das derzeitige Inflationsproblem nicht. Denn die steigenden Güterpreise würden die realen Einkommen der Menschen herabsetzen. Das heißt: Um beispielsweise die gleiche Energiemenge konsumieren zu können, müssten sie ihre Nachfrage nach anderen Gütern entsprechend reduzieren. Das Ergebnis wäre eine Verschiebung der relativen Güterpreise, nicht aber Güterpreis-inflation, also das fortgesetzte Ansteigen aller Güterpreise. So gesehen sei noch einmal betont, dass es die Zentralbanken sind, die verantwortlich sind für die jetzt steigende Inflation, die zunehmende Kaufkraftentwertung des Geldes.



Foto: Pixabay

**Jörn Gleisner:** Es gibt das Wort „grüne Inflation“. Damit soll wohl zum einen ausgesagt werden, dass die steigenden Güterpreise durch die erhöhten Kosten zur Schonung der Umwelt zu erklären sind, zum anderen soll die Akzeptanz für höhere Inflation erzeugt werden. Liege ich mit dieser Interpretation richtig?

**Dr. Thorsten Polleit:** Ja, das sehe ich auch so. Mit dem Verweis auf „grüne Inflation“ will man von der wahren Ursache der Inflation ablenken – dass es also der Staat mit seiner Zentralbank ist, der die steigenden Güterpreise verursacht. Die Verteuerung der Güterproduktion (etwa durch Vorgabe von Emissionskontingenten) und damit des Güterkonsums ist – vor allem hier in Europa – politisch gewollt und herbeigeführt. Das ist für sich genommen keine Inflation, sondern vielmehr ein Preissteigerungseffekt, der die realen Einkommen der Menschen herabsetzt, der sie sprichwörtlich ärmer macht – damit sie weniger konsumieren und reisen und entsprechend weniger Ressourcen verbrauchen. Die Geldmengeninflation der Zentralbanken machen daraus fortgesetzte Güterpreissteigerungen auf breiter Front. Die Inflation, für die die Zentralbanken sorgen, verstärkt den negativen Effekt auf die realen Einkommen der Menschen, zumindest gilt das so lange, wie die Löhne nicht ansteigen. Dass steigende Produktivität diese Wohlstandseinbußen in absehbarer Zeit wettmacht, bezweifle ich.

Anders gesagt: Die Politik, die da verfolgt wird, zwingt die Mehrheit der Menschen, den Gürtel enger zu schnallen. Das trügerische Wort „grüne Inflation“ soll die Menschen wohl dazu anhalten, die Geldentwertung als akzeptables Opfer zu dulden.

**Jörn Gleisner:** Tendenziell sind die Volkswirtschaften auf konjunkturellem Erholungskurs, so schreiben Sie selbst. Ist es da nicht doch akzeptabel, wenn die Inflation für eine gewisse Zeit höher ausfällt als uns lieb sein kann? Inflation sozusagen als Preis für vermiedene Rezession und Arbeitslosigkeit?

**Dr. Thorsten Polleit:** Das Problem ist: Die Inflation hat dann, und nur dann, eine die Wirtschaft antreibende Wirkung, wenn sie überraschend kommt, wenn sie also höher ausfällt, als von den Marktakteuren ursprünglich erwartet. Ein inflationärer Aufschwung kommt folglich dann zu seinem Ende, wenn die Marktakteure irgendwann aufwachen und merken, dass sie hinters Licht geführt worden sind. Dann schrauben sie ihre Inflationserwartungen in die Höhe.

Und es tritt Ernüchterung ein, die Konjunktur schwächt sich ab. Was dann noch bleibt, sind die volkswirtschaftlichen Kosten der erhöhten Inflation: Beispielsweise funktioniert die Wirtschaftsrechnung mit Geld nicht mehr so gut, Investitionen erweisen sich als „Flops“, Firmen müssen ihre Preislisten häufiger anpassen, Konsumenten müssen mehr Zeit aufwenden, um sich über die Güterpreisveränderungen zu informieren und anderes mehr. Ganz problematisch wird es, wenn Staat und Zentralbank nicht aufhören, die Geldmenge auszuweiten, um Haushaltslöcher zu stopfen, Industrien zu

subventionieren und die Konjunktur in Gang zu halten. Dann nämlich müssen sie zu immer höherer Überraschungsinflation greifen, die, wenn man nicht davon ablässt, zu

Hoch- oder gar Hyperinflation führt. Soll also die Währung vor dem Ruin bewahrt werden, wird früher oder später eine „Stabilisierungsrezession“ nötig. Große Produktions- und Beschäftigungsverluste sind die Folge. Und je länger die Inflation

angedauert hat, desto größer werden die Anpassungskosten sein. Der Weg, den die Zentralbanken eingeschlagen haben, lässt also nichts Gutes erahnen – auch wenn die

Konjunkturerholung in 2022 vermutlich weitergeht.

**Jörn Gleisner: Nicht wenige Investoren befürchten, dass es auf den Finanzmärkten einen Crash geben wird, dass die Börsenkurse drastisch einbrechen werden. Ist das nicht eine ernstzunehmende Gefahr? Zumal viele Aktien und auch Häuserpreise hoch bewertet sind und die Zinsen anziehen?**

**Dr. Thorsten Polleit:** Was wäre zu erwarten, wenn der S&P 500 plötzlich beginnt um, sagen wir, 20 Prozent zu fallen? Ich vermute, die US-Zentralbank eilt den Investoren eher früher als später zur Hilfe, pumpt neues Geld zu niedrigsten Zinssätzen in das Finanz- und

Wirtschaftssystem, kauft Schuldpapiere in großen Stil. Nach dem Motto: Lieber mehr

Inflation als tiefe Rezession. Denn auf tiefe Rezession, vielleicht sogar einen „System-Absturz“ würde es hinauslaufen, wenn die Vermögensmärkte wirklich in die Knie

gehen. Wie eingangs gesagt, erwarte ich nicht, dass die Zinsen stark steigen werden.

Vermutlich werden die 10-jährigen Renditen der US-Staatsanleihen die Marke von 2  $\frac{1}{4}$

Prozent nicht übersteigen, die Realzinsen werden negativ bleiben. Keine Frage: Die

Wahrscheinlichkeit eines Börsenabsturzes ist sicherlich nicht null Prozent, aber ich

würde die Wahrscheinlichkeit dafür nur sehr gering veranschlagen. Viel, viel wahrscheinlicher ist aus meiner Sicht das Weiterinflationieren durch die Zentralbanken, so dass auch gerade die Vermögenspreisinflation weitergeht.



Foto: AdobeStock

**Jörn Gleisner: Was kann der Anleger denn machen, um sich vor Inflation zu schützen. Wie kann er sein Geld, seine Ersparnisse vor Inflation retten?**

**Dr. Thorsten Polleit:** Das Geld lässt sich nicht vor Inflation „schützen“ oder „retten“. Inflation bedeutet schließlich Kaukraftschwund des Geldes. Aber als Anleger kann man sich schützen, indem man so wenig Geld hält wie möglich. Am besten hat man nur so viele Euro, US-Dollar & Co auf dem Konto, um die laufenden Ausgaben bestreiten zu können, ergänzt um eine Vorsichtskassenhaltung, mittels der Unvorhergesehenes (neue Waschmaschine etc.) finanziert werden kann. Dieser Rat zur „Minimierung des Kassenstandes“ scheint mir vor allem deshalb wichtig zu sein, weil die privaten Haushalte und Firmen derzeit etwa 4 Billionen Euro unverzinslich Sicht-, Termin- und Spareinlagen bei Banken halten – Euro-Geld also, das seine Kaufkraft bei anhaltenden negativen Realzinsen immer weiter verliert. Sodann stellt sich die Frage: „Gegen was tausche ich mein Geld ein?“ Eine Antwort auf diese Frage, die für alle Anleger gleichermaßen passt, gibt es vermutlich nicht. Aber eine einfach zu handhabende Struktur für das eigene Portfolio ist, auf Aktien und physisches Gold zu setzen. Aktien sind zwar per se kein Inflationsschutz. Viele Unternehmen leiden unter Inflation. Beispielsweise weil es ihnen nicht gelingt, erhöhte Inputkosten an die Kunden weiterzureichen. Aber es gibt auch Unternehmen, denen

Inflation nichts ausmacht. Wer keine Einzelwertanalyse betreiben kann oder will, dem steht die Möglichkeit offen, in ein weltweit diversifiziertes Weltaktienmarkt-ETF zu investieren. Das ist kostengünstig, und man nimmt teil am weltweiten Wirtschaftsfortgang, schneidet durchschnittlich ab wie die Mehrheit der Investoren auch.

Und physisches Gold sollte man als Teil seiner liquiden Mittel halten. Denn: Gold ist gewissermaßen das Grundgeld der Menschheit, seine Kaufkraft kann durch Notenbankpolitik und mögliche Kreditausfälle nicht entwertet werden. Das sollte man auch in einer zusehends digitalisierten Welt nicht vergessen. Zudem denke ich, dass das Gold, gekauft zu aktuellen Preisen, so etwas ist wie eine sehr attraktive Versicherung, weil sie ein erhebliches Preissteigerungspotential birgt. Ich bin daher sehr zuversichtlich, dass das physische Gold für langfristig orientierte Anleger – also Anleger mit einem Horizont von drei, fünf oder auch mehr Jahren – sich als renditesteigernd und risikomindernd erweisen wird. Nicht weil ich sagen könnte, dass und wann ein großer Crash käme. Vielmehr empfehle ich Gold als liquide Reserve, weil ich es für sehr wahrscheinlich halte, dass die Inflation für die breite Bevölkerung zum Dauerproblem wird, dass das ungedeckte Geldsystem in immer schwierigeres Fahrwasser gerät, und Gold gegen die damit verbundenen Folgen schützt



*Degussa Goldhandel Chefvolkswirt Dr. Thorsten Polleit  
@Degussa Goldhandel*

## **Der Autor:**

Chefvolkswirt der Degussa Dr. Thorsten Polleit