DIE INFLATION IST NICHT BESIEGT

Prof. Dr. Gunther Schnabl, Leiter des Flossbach von Storch Research Institute, erläutert, warum es in der Eurozone und vielleicht auch in den USA gute Gründe für einen erneuten Anstieg der Inflation gibt.

Herr Schnabl, es gibt derzeit viele Unruheherde auf der Welt. Doch zumindest in Sachen Inflation scheint doch Ruhe eingekehrt zu sein.
Vordergründig ja. So ist der Anstieg der Konsumentenpreise von Spitzenwerten um 10,6 Prozent im Euroraum im Oktober 2022 und 9,1 Prozent in den USA im Juni 2022 stark gesunken. Im September 2024 wurden in den USA 2,4 Prozent und im Euroraum sogar nur noch 1,7 Prozent gemessen. In Deutschland 1,8 Prozent.

Zudem hat die Federal Reserve Bank (Fed) erstmals im September und die Europäische Zentralbank (EZB) sogar schon ab Juni die Leitzinsen gesenkt. Beide Notenbanken gehen wohl davon aus, dass die Inflation besiegt ist, oder?
So ist der Eindruck, ja. Aus der Sicht von Bundesbankpräsident Joachim Nagel läuft die große Inflationswelle aus. Philip Lane, Chefvolkswirt der EZB, hat sogar Sorge vor einer chronisch niedrigen Inflation geäußert. Und US-Notenbankchef Jerome Powell will den Fokus seiner Politik künftig tendenziell weg von der Inflation und stärker auf die Arbeitsmärkte richten.

Sie haben aber Zweifel, dass die Inflation wirklich besiegt wurde?
Ja. Aus meiner Sicht könnten die Zentralbanker aus mehreren Gründen falsch liegen.

Und die wären?
Erstens erfassen die Verbraucherpreisindizes nicht den gesamten Inflationsdruck. Zweitens steckt noch sehr viel Liquidität im Finanzsystem und drittens ist die Verschuldung weltweit enorm hoch.

Beginnen wir beim ersten Punkt, dass die Verbraucherpreisindizes nicht den gesamten Inflationsdruck erfassen. Viele Menschen haben derzeit den Eindruck, dass trotz offiziell gesunkener Inflationsraten vieles teurer wird, sowohl beim Einkaufen als auch beim Essengehen. Hier ist oft von gefühlter Inflation die Rede. Ein unterschätztes Problem?
In der Tat denken nicht nur in den USA und in Deutschland viele Menschen, dass ihre Kaufkraft deutlich gefallen ist. Die gestiegenen Preise für Lebensmittel und Dienstleistungen wie in der Gastronomie schmerzen. Im Euroraum lag die gefühlte Inflation im dritten Quartal 2024 mit 11,9 Prozent weit über der offiziell gemessenen. Zudem bedeutet ein weiterer Anstieg des Preisniveaus – wenn auch nur um zwei Prozent pro Jahr – weitere Kaufkraftverluste.

Die Menschen spüren die gefallenen Inflationsraten also nicht im Portemonnaie. Der Inflationsdruck bleibt.
Genau – oder wie es die IG-Metall-Vorsitzende Christiane Benner formuliert hat: „Die Inflationsrate mag sinken, aber dennoch bleiben für die Menschen die Preise an der Kasse weiter hoch." Und es ist unklar, ob alle Kaufkraftverluste von den offiziellen Konsumentenpreisindizes erfasst wurden. Im Euroraum bleiben beispielsweise Preissteigerungen bei eigengenutzten Immobilien, Kostensteigerungen bei öffentlichen Gütern wie Brücken sowie Vermögensinflation wie bei Aktien bei der Preismessung unberücksichtigt. Zudem führen zwar Qualitätssteigerungen bei Industriegütern – wenn sich also beispielsweise die Ausstattung eines Mittelklassewagens verbessert – zu einer Absenkung der Preise im Index. Qualitätsverschlechterungen bei Dienstleistungen werden hingegen nicht zum Anlass genommen, die Preise im Index zu verändern.

Es gibt also Unschärfen bei der Inflationsmessung. Wie wirkt denn die gefühlte Inflation auf die Realwirtschaft?
Vor allem wirkt sie auf die Lohnforderungen. So wurde in der Chemieindustrie, beim Handel, bei der Bahn und zuletzt in der Metallindustrie bei den Tarifverhandlungen kräftig zugelangt. Das ist aus Sicht der Arbeitnehmer verständlich, doch mit den Lohnkosten steigen die Preise. So haben die Dienstleistungspreise im Dezember im Euroraum immer noch um 4,1 Prozent zugelegt. Das dürfen die Notenbanken nicht außer Acht lassen.

Und über die Notenbanken kommen wir zum zweiten Punkt, der aus Ihrer Sicht inflationstreibend wirken könnte, der großen Liquidität im Finanzsystem. Was genau meinen Sie damit?
Im Zuge der immensen Anleihekäufe und Hilfskredite der EZB in der Finanz-, Euro-, Staatsschulden- und Corona-Krise sind die Einlagen der Geschäftsbanken beim Eurosystem drastisch angestiegen, auf fast fünf Billionen Euro im Jahr 2023. Als ab 2022 die EZB den Zins auf die Einlagefazilität der Banken von -0,5 Prozent auf 4,0 Prozent im September 2023 angehoben hat, bescherte das den Banken beträchtliche risikolose Einnahmen.

Und dann?
Ab Juni 2024 hat die EZB den Zins auf die Einlagenfazilität wieder gesenkt. Er lag zuletzt bei 3,0 Prozent. Entsprechend gingen die Einlagen zwar zurück, liegen aber immer noch bei mehr als drei Billionen Euro.

Zinssenkungen machen diese Anlage für Geschäftsbanken immer weniger attraktiv?
Genau. Den Geschäftsbanken geht mit den Zinssenkungen eine wichtige Einnahmequelle verloren, was sie über eine vermehrte Kreditvergabe ausgleichen könnten. Und die wäre ja auch wünschenswert, um das Wachstum anzukurbeln. Doch trotz sinkender Zinsen investieren die Unternehmen nicht.

Wieso nicht?
Gründe sind wohl vor allem in den stark gestiegenen Lohnstückkosten, der erratischen Wirtschaftspolitik, einer wuchernden Regulierung und wachsenden Handelsschranken zu sehen. All das drückt auf die Gewinne und damit →

„Der Vertrauensverlust in die Währungen dürfte sich weiter fortsetzen."

„Die Staatsverschuldung ist in vielen Industrieländern historisch hoch – auch im Euroraum."

die Investitionsbereitschaft unserer Unternehmen. Auch die Nachfrage nach Immobilien(-Krediten) dürfte aufgrund der hohen Preise und der kostspieligen Regulierung am Bau wohl verhalten bleiben.

Das klingt nicht gut, aber wieso wirkt das auf die Inflation? Schließlich fahren die Geschäftsbanken ja ihre Einlagen zurück.
Es ist wahrscheinlich, dass bei weiter sinkenden Zinsen die Banken mehr Kapital ins Ausland exportieren werden. Das Zinsniveau in Deutschland liegt deutlich unter dem in den USA, was US-Staatsanleihen attraktiver macht. Beschleunigen sich Kapitalabflüsse aus dem Eurosystem, führt das zu einer Abwertung des Euros, die importierte Güter, insbesondere Rohstoffe und Energie, teurer macht. Das würde wiederum die Verbraucherpreise im Euroraum weiter nach oben treiben.

Oh, die Inflationserwartungen könnten also weiter die Löhne und damit die Produktions- und Dienstleistungskosten befeuern und die ausbleibenden Investitionen die Banken zu Kapitalabflüssen verleiten, die den Wert des Euro wackeln lassen. Und obendrauf kommt dann noch die Staatsverschuldung.
Exakt. Die Staatsverschuldung ist in vielen Industrieländern historisch hoch – auch im Euroraum, beispielsweise in Italien und Frankreich. Die immensen Ausgabenverpflichtungen für die soziale Sicherung und die ambitionierten grünen Transformationspläne lassen den Regierungen wenig Spielraum für Ausgabenkürzungen. Zudem hat sich die EZB mit dem sogenannten Transmissionsschutzinstrument die Möglichkeit geschaffen, unbegrenzt Anleihen von hoch verschuldeten Euroländern zu kaufen. Dadurch kann sie zwar möglichen Staatsschuldenkrisen vorgreifen, das dürfte aber auch den Anreiz reduzieren, die Staatshaushalte zu konsolidieren.

Und das Inflationsproblem?
Während insbesondere die EZB ab 2022 mit deutlicher Verzögerung auf die stark gestiegene Konsumentenpreisinflation reagiert hat, hat sie ähnlich wie die US-amerikanische Fed die Geldpolitik schon wieder gelockert, bevor das Inflationsziel erreicht war. Das könnte darauf hindeuten, dass das reformunwillige Europa und die schuldensüchtigen USA die Inflation nach wie vor als die einzig politisch praktikable

Lösung für ihre unkontrollierbaren Ausgabenversprechen sehen. Doch die hohe gefühlte Inflation signalisiert, dass das verlorene Vertrauen in die Währungen und in die politischen Entscheidungsträger noch nicht zurückgewonnen wurde. Der Vertrauensverlust in die Währungen dürfte sich also vielmehr weiter fortsetzen. Seither sind die Inflationsraten schon wieder angestiegen und auch die Vermögenspreise zeigen wieder nach oben. Stark gestiegene Preise für Gold und Bitcoin zeugen von einem Vertrauensverlust in Dollar und Euro als Leitwährungen.

Steigende Preise bedeuteten bei den US-Wahlen für Donald Trump Rückenwind. Muss er nun nicht alles dafür tun, der Inflation entgegenzuwirken?
Tatsächlich dürfte das Thema Kaufkraftverluste bei den US-Präsidentschaftswahlen entscheidend gewesen sein. Doch nun ist Trump im Amt und es ist nicht klar, was er genau vorhat. Schon macht die Angst vor der „Trumpflation" die Runde!

Aber er hat doch den Wählern stabile Preise versprochen!
Nun, auch in seinem ersten Wahlkampf 2016 äußerte sich Trump klar gegen eine lockere Geldpolitik. Als die Fed aber in Trumps Amtszeit den Leitzins auf 2,5 Prozent erhöhte, reagierte er gereizt. Er sei nicht begeistert, die Fed sei „außer Rand und Band", die Zinserhöhungen seien „lächerlich". Als sich 2019 die Konjunktur abkühlte und die Fed die Zinsen nicht senkte, fragte sich Trump öffentlich, ob Fed-Präsident Jerome Powell oder der chinesische Präsident Xi Jinping der größere Feind sei. Erst als in der Corona-Krise die Fed die Zinsen radikal nach unten zog, gratulierte der Präsident der Fed. Dank der Zentralbank konnte Trump an die US-Haushalte Schecks verschicken, die öffentlichkeitswirksam seine Unterschrift trugen.

… und die heute als eine Ursache für die Inflation gesehen werden.
Ja, die Inflation stieg ab 2021 stark an, aber erst unter seinem Nachfolger Joe Biden. Deshalb konnte Trump die hohen Preise im Wahlkampf den Gegnern in die Schuhe schieben. Er sah die Ursachen beim Green New Deal und der Inflationsblindheit der Demokraten, welche die Schuld für die hohen Preise lieber Covid und Wladimir Putin zuschieben wollten. Im September 2022 forderte Trump bei einer Inflationsrate von mehr als acht Prozent starke Zinserhöhungen der Fed.

Und die Zinserhöhungen kamen dann ja auch.
Ja, aber zu spät für die Demokraten. Die US-amerikanischen Wähler sahen im Wahlkampf Inflation und Preise als das wichtigste Thema an. Bei einer Pressekonferenz im August 2024 war Trump mit Würsten, Keksen, Brot und Frühstücksflocken umrahmt und beklagte lautstark die stark gestiegenen Lebensmittelpreise mit dem Spruch „bacon is through the roof", also frei übersetzt: „Der Preis für Speck geht durch die Decke."

Und wie sind nun Ihre Erwartungen an die Inflationsentwicklung unter Trump?
Die zukünftige Inflation hängt von der Finanzpolitik ab. Je höher die ungedeckten staatlichen Ausgabenverpflichtungen, desto höher ist der Druck auf die Zentralbank, Staatsanleihen zu kaufen. Trump hat angekündigt, die Steuern senken zu wollen, die Armee zu modernisieren, die Grenzen stärker gegen Migration zu schützen sowie günstige Kredite für Erstkäufer von Immobilien zu gewähren. Das Committee for a Responsible Federal Budget hat daraus eine zusätzliche Finanzierungslücke von 7,7 Billionen US-Dollar abgeleitet. Obwohl die Staatsverschuldung der US-Zentralregierung bereits bei über 36 Billionen Dollar liegt.

Also wirkt Trump eher inflationsverstärkend?
Nicht so schnell. Es finden sich auch Ausgabenkürzungspläne im Parteiprogramm. Umfassende Deregulierung, weniger Einwanderung und ein Ende des Ukrainekriegs sollen die Ausgaben senken. Zudem soll ein neues Department of Government Efficiency um Elon Musk alle Ausgaben der Regierung auf den Prüfstand stellen – und „streichen, was das Zeug hält". „Weiter so wie bisher" führe Amerika in den Bankrott, so Musk. Wenn die Ausgabenkürzungen und Deregulierungen wirklich kommen, dann könnte sich die Staatsverschuldung stabilisieren und der Inflationsdruck abnehmen. Der designierte Finanzminister und frühere Hedgefonds-Manager Scott Bessent soll die Kürzungen durchsetzen, wobei Elon Musk seine Fähigkeit dazu in Zweifel gezogen hat. Die Signale, die Donald Trump hinsichtlich der zukünftigen Inflation ausgesendet hat, sind also widersprüchlich.

Und wie ist Ihre Erwartung?
Die Mehrheit der Republikaner in Senat und Repräsentantenhaus könnte letztlich zu deutlich mehr Staatsverschul- →

dung führen. Mehr Inflationsdruck dürfte auch steigende Immobilienpreise bewirken, wovon der Immobilienunternehmer Trump profitieren würde. Dennoch ist der Ausgang ungewiss. Denn Trump darf seine Wähler nicht vergraulen und braucht daher Erfolge bei der Anti-Inflationspolitik.

Also bei den Ausgabenkürzungen.
Bei den Ausgabenkürzungen, bei der Deregulierung, aber auch bei seiner auf niedrige Preise ausgerichteten Energiepolitik. Alle drei Faktoren könnten die Inflation dämpfen. Letztlich könnte der poltrige Donald Trump für Strukturreformen sogar besser geeignet sein als es die konsensorientierte Kamala Harris gewesen wäre.

Strukturreformen hätten wir auch in Deutschland dringend nötig, wie Sie auch in Ihrem jüngsten Buch „Deutschlands fette Jahre sind vorbei" beschreiben. Was wäre Ihr dringendster Rat an den nächsten Bundeskanzler?
Deutschland hat in den letzten 20 Jahren über seine Verhältnisse gelebt. Eine zunehmend lockere Geldpolitik der Europäischen Zentralbank hat eine zu starke Ausweitung der staatlichen Ausgabenverpflichtungen – vor allem im Sozialbereich – und eine sehr starke Ausweitung der Regulierungen – vor allem im Bereich der Klimapolitik – möglich gemacht. Alle drei Faktoren ziehen wie ein Mühlstein Wachstum und Wohlstand nach unten. Wir brauchen also Reformen, wie sie derzeit in den USA angedacht werden. Um Druck zu Ausgabenkürzungen und Deregulierungen zu schaffen, müsste die EZB die Zinsen hoch halten.

Ist es wahrscheinlich, dass es so kommen wird?
Zumindest die FDP hat zuletzt in diese Richtung gedacht. Bei den anderen Parteien sehe ich eher ein Weiter-so, auch wenn bei der CDU noch mehr passieren könnte. Der Druck würde wahrscheinlich steigen, wenn es erfolgreiche Reformen in den USA geben würde. Denn würden Deutschland und die EU dann untätig bleiben, dann würde sich die Kapitalflucht in die USA beschleunigen und die wirtschaftliche und politische Instabilität würde sich weiter erhöhen. Ich hoffe, dass der nächste Kanzler eine Mehrheit findet, die dieses Szenario verhindern wird.

Vielen Dank für das Gespräch.

ZUR PERSON

Prof. Dr. Gunther Schnabl leitet das Flossbach von Storch Research Institute. Seit 2006 hatte er den Lehrstuhl für Wirtschaftspolitik und internationale Wirtschaftsbeziehungen an der Universität Leipzig inne und leitete das Institut für Wirtschaftspolitik. Zuvor war er als Advisor bei der Europäischen Zentralbank tätig und war unter anderem Gastwissenschaftler an der Stanford University, der University of Tokyo, der Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne sowie bei verschiedenen Zentralbanken.

i