



Flossbach von Storch  
RESEARCH INSTITUTE

MAKRO 08/10/2024

# **EZB, Fed und die versteckten Inflationsrisiken**

von GUNTHER SCHNABL

## Zusammenfassung

Die Europäische Zentralbank und die US-amerikanische Fed feiern den Rückgang der Inflation mit großzügigen Zinssenkungen. Doch die offiziellen Verbrauchpreisindizes erfassen nicht den gesamten Inflationsdruck. Die Lohnforderungen bleiben hoch. Viel Liquidität im Bankensystem könnte den Euro abwerten und so die Preise importierter Güter erhöhen. Steigt die Inflation wieder an, wird das Vertrauen in die Zentralbanken und die Währungen weiter schwinden.

## Abstract

The European Central Bank and the US Fed are celebrating falling inflation with generous interest rate cuts. Yet, the official consumer price indices do not capture the entire inflationary pressure. Wage demands remain high. Ample liquidity in the banking system could devalue the euro and thus push up prices of imported goods. If inflation rises again, confidence in central banks and currencies will continue to wane.



Die Welt ist erleichtert. Der Anstieg der Konsumentenpreise ist sowohl in Europa als auch in den USA deutlich zurückgegangen. Nach Spitzenwerten von 10,6 Prozent im Euroraum (Oktober 2022) und 9,1 Prozent (Juni 2022) in den USA, wurden im August 2024 in den USA 2,5 Prozent und im Euroraum im September noch 1,8 Prozent gemessen. In Deutschland sogar nur noch 1,6 Prozent.

Die Europäische Zentralbank bereits hat im Juni die Leitzinsen um 0,25 Prozentpunkte zurückgenommen, obwohl zu dieser Zeit das Inflationsziel von 2 Prozent noch nicht erreicht war. Im September folgten beim Zinssatz auf die Einlagenfazilität weitere 0,25, beim Hauptrefinanzierungssatz sogar 0,6 Prozentpunkte. US-Notenbankchef [Jerome Powell](#) hat im September mit 0,5 Prozentpunkten die Zinsen unerwartet stark gesenkt.

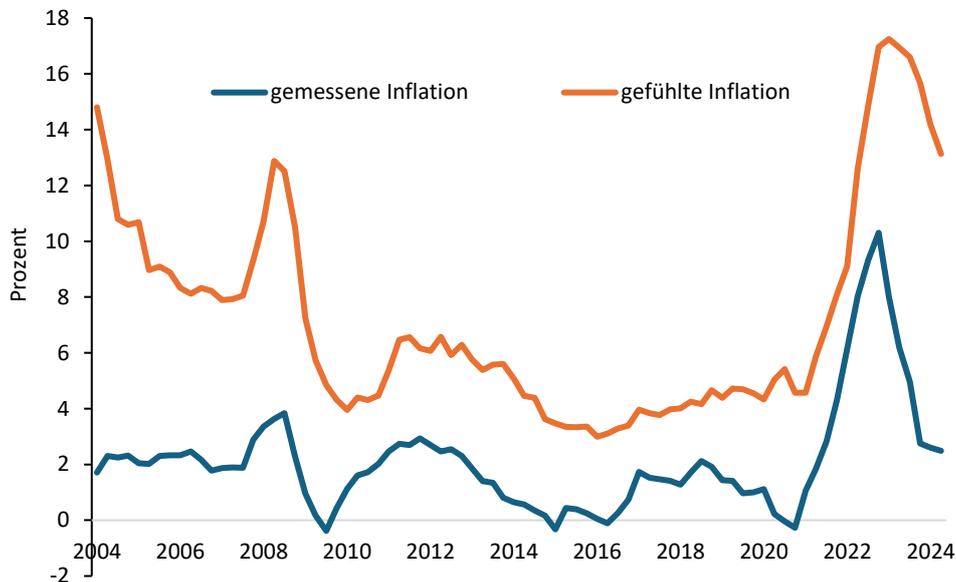
Weitere Zinssenkungen sind hier wie da signalisiert. EZB und Fed gehen also davon aus, dass die Inflation besiegt ist. Aus der Sicht von Bundesbankpräsident [Joachim Nagel](#) läuft die große Inflationswelle aus. [Philipp Lane](#), Chefvolkswirt der Europäischen Zentralbank, hat schon wieder Angst vor einer chronisch niedrigen Inflation. Und Jerome Powell will den Fokus seiner Politik stärker auf die Arbeitsmärkte richten. Dennoch könnten die Zentralbanker aus drei Gründen falsch liegen.

Erstens erfassen die Verbraucherpreisindizes nicht den gesamten Inflationsdruck. Im Euroraum sind Preissteigerungen bei eigengenutzten Immobilien, Kostensteigerungen bei öffentlichen Gütern wie Brücken und Gesundheitsversorgung sowie der Preisanstieg bei Vermögenswerten wie Aktien ausgeschlossen. Dass bei der Preismessung einseitig Qualitätssteigerungen bei Industriegütern zur Absenkung der Preise im Index führen, während Qualitätsverschlechterungen bei Dienstleistungen nicht höhere Preise bewirken, dürfte ein weiterer Grund für (unrealistisch?) niedrig gemessene Kaufkraftverluste sein.

In der Tat denken 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. Nicht ohne Grund macht in den USA Donald Trump mit dem Spruch „[Speck ist durch die Decke!](#)“ Wahlkampf. Die gefühlte Inflation im Euroraum lag im zweiten Quartal 2024 mit 13,1 Prozent weit über der offiziell gemessenen (siehe Abbildung 1). Ein weiterer Anstieg des Preisniveaus – wenn auch nur um 2 Prozent pro Jahr – bedeutet für die Menschen weitere Kaufkraftverluste.



Abbildung 1: Gefühlte und offiziell gemessene Inflation im Euroraum



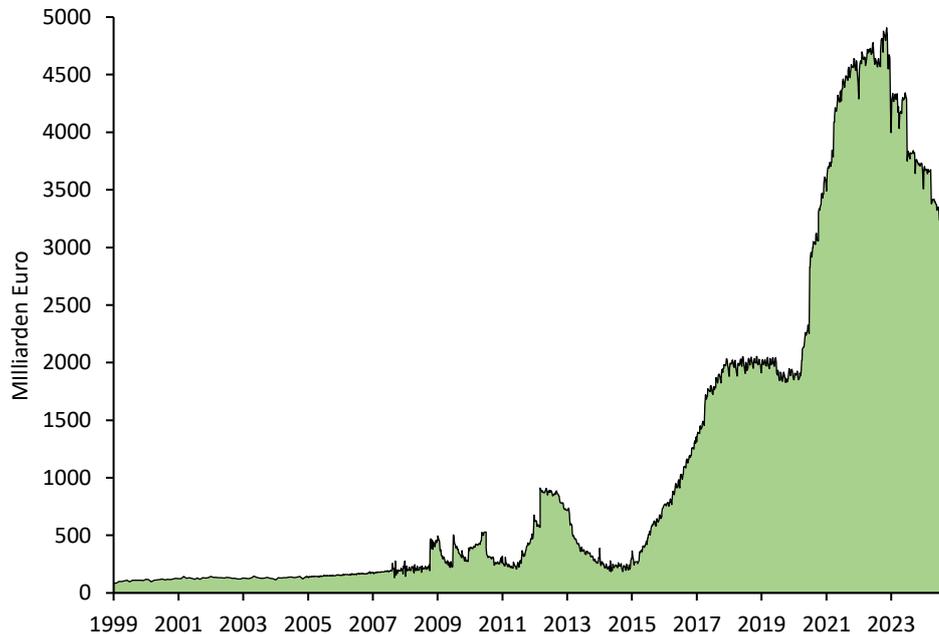
Quelle: EZB und Europäische Kommission. Gefühlte Inflation = Median.

Es verwundert deshalb nicht, dass die Gewerkschaften fordernd sind. "Die Inflationsrate mag sinken, aber dennoch bleiben für die Menschen die Preise an der Kasse weiter hoch." hat die IG-Metall Vorsitzende [Christiane Benner](#) gesagt. In der [Chemieindustrie](#), beim [Handel](#) und bei der [Bahn](#) haben die Gewerkschaften kräftig zugelangt. Dabei hilft, dass auf den – vom Staat – leergefegten Arbeitsmärkten die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer deutlich gewachsen ist. Mit den Lohnkosten steigen die Preise, was an weiter deutlich steigenden Dienstleistungspreisen (im September +3,8 Prozent) abzulesen ist.

Zweitens steckt noch viel Liquidität im Finanzsystem. Im Zuge der immensen Anleihekäufe und Hilfskredite der EZB in Finanz-, Staatsschulden- und Coronakrise sind die Einlagen der Geschäftsbanken beim Eurosystem drastisch angestiegen (siehe Abbildung 2). Die EZB hat ab Juli 2022 den Zins auf die Einlagenfazilität der Banken beim Eurosystem stark von -0,5 Prozent auf 4,0 Prozent im September 2023 angehoben, was den Banken beträchtliche risikolose Einnahmen auf diese Einlagen beschert hat. Die hohen Anleihebestände, die große Teile der Einlagen geschaffen haben, reduziert die EZB im Gegensatz zu den Hilfskrediten nur sehr zögerlich, was die Zinseinkünfte der Geschäftsbanken gestützt hat.



Abbildung 2: Einlagen der Geschäftsbanken beim Eurosystem



Quelle: EZB.

Doch nun senkt die EZB den Zins auf die Einlagenfazilität wieder. Er ist von 4,0 Prozent im September 2023 auf zuletzt 3,5 Prozent gefallen, und weitere Zinssenkungen sind signalisiert. Den Geschäftsbanken geht so eine wichtige Einnahmequelle verloren, die sie nur über mehr Kreditvergabe ausgleichen können. Ein wesentlicher Anstieg der Kreditnachfrage ist jedoch trotz sinkender Zinsen ungewiss. Die Unternehmen investieren aufgrund der steigenden Lohnstückkosten und der erratischen Wirtschaftspolitik der Regierung nicht. Die wuchernde Regulierung und wachsende Handelsschranken drücken auf die Gewinne und damit die Investitionsbereitschaft. Die Nachfrage nach Immobilien dürfte aufgrund der hohen Preise und der rigiden Regulierung verhalten bleiben.

Es ist deshalb wahrscheinlich, dass bei sinkenden Zinsen die Banken mehr Kapital ins Ausland exportieren werden, wo die Konjunktur besser läuft. Das Zinsniveau in Deutschland liegt immer noch deutlich unter den USA, was US-Staatsanleihen attraktiver macht. Beschleunigte Kapitalabflüsse würden zu einer Abwertung des Euros führen, die importierte Güter, insbesondere Rohstoffe und Energie, teurer macht. Das würde die Preise im Euroland weiter nach oben treiben.

Drittens waren aus historischer Sicht hohe Staatsschulden und Inflation immer eng miteinander verbunden. Die Staatsverschuldung ist in vielen Industrieländern historisch hoch. In den USA liegt sie bei [über 35 Billionen Dollar](#). Immense Ausgabenverpflichtungen für die soziale Sicherung und ambitionierte grüne Transformationspläne scheinen den Regierungen in Europa wenig Spielraum für Ausgabenkürzungen zu lassen.



Die EZB hat sich mit dem sogenannten Transmissionsschutzinstrument die Möglichkeit geschaffen, unbegrenzt Anleihen von hoch verschuldeten Euroländern zu kaufen. Ebenso hat sie angekündigt, strukturell Anleihen in ihrer Bilanz halten zu wollen. Dadurch kann sie mögliche Staatsschuldenkrisen in Italien oder Frankreich verhindern, aber die Verschuldung wird hoch bleiben. In den USA schienen weder Donald Trump noch Kamala Harris viele Gedanken an das Sparen zu verschwenden.

Darüber hinaus gibt es insbesondere in Europa viele Anzeichen für weitere Lasten. Die alternden Gesellschaften bringen die gesetzlichen Rentensysteme in Schieflage. Die Kostenprobleme der anhaltenden Migration sind nicht gelöst. Die strauchelnde Industrie schreit nach immensen Subventionen. In Deutschland schwelt eine Immobilienkrise, die sich ausweiten könnte, wenn die Zinsen weiter hoch bleiben. Und die EU-Klimapolitik wirft der Wirtschaft immer mehr Sand ins Getriebe.

All das könnte die hastigen Zinssenkungen von Fed und EZB erklären. Auch wenn die offiziell gemessenen Inflationsraten Zinssenkungen zu erlauben scheinen, dürfte das Inflationsproblem alles andere als gelöst sein. Abseits der offiziellen Konsumentenpreisindizes zeigen die Preise von Aktien, Immobilien und Gold bereits wieder nach oben.

Während die Zentralbanken ab 2022 nur mit deutlicher Verzögerung auf die stark gestiegene Konsumentenpreis-inflation reagiert haben, haben sie nun die Geldpolitik gelockert, bevor die Inflationsziele erreicht waren bzw. sind. Das könnte darauf hindeuten, dass die schuldensüchtigen USA und das reformunwillige Europa die Inflation immer noch als die einzig politisch praktikable Lösung für unkontrollierte Ausgabenversprechen sehen.

Ob die Inflation richtig gemessen wird oder sich wieder in einem unkontrollierten Anstieg der Vermögenspreise widerspiegelt, scheint dabei nebensächlich. Die hohe gefühlte Inflation signalisiert, dass das verlorene Vertrauen in die Währungen und in die politischen Entscheidungsträger noch nicht zurückgewonnen ist. Der Vertrauensverlust in die Währungen dürfte sich vielmehr weiter fortsetzen.



## 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**

© 2024 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, Dr. Tobias Schafföner, Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk, Kurt von Storch; *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* Prof. Dr. Gunther Schnabl; *Redaktionsschluss* 06. Oktober 2024