

## Inflation auf dem Rückzug?

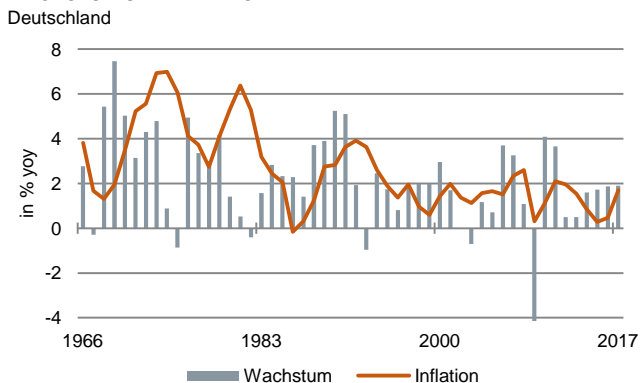
21. Juni 2017

- Die Prognosen der Europäischen Zentralbank zur Inflationsentwicklung in den kommenden Jahren sind nicht überzeugend.
- Das alte Gesetz von Angebot und Nachfrage gilt nach wie vor. Wenn die Konjunktur gut ist, steigen die Preise schneller.
- Wenn die EZB die Zinsen nicht anhebt, wird der Kapitalmarkt das für sie tun. Die Zinsstruktur wird steiler.

Die Europäische Zentralbank hat nach der letzten Sitzung ihres Governing Council Inflationsprognosen veröffentlicht, die mich überrascht haben. Trotz der guten Konjunktur soll die Preissteigerung im nächsten Jahr von derzeit 1,5 % auf 1,3 % zurückgehen. 2019 wird sie zwar steigen (auf 1,6 %). Sie läge dann aber immer noch kaum über dem jetzigen Niveau und deutlich unter dem selbst gesetzten Ziel von "nahe aber unter 2 %".

Das passt zwar zu der schwächeren Inflationsentwicklung, die man in diesen Tagen in vielen Ländern beobachten kann. Es stimmt aber so gar nicht mit der Theorie überein, nach der eine boomende Wirtschaft zu einer höheren Geldentwertung führt. Es passt auch nicht zu der Wahrnehmung beim täglichen Einkauf. Die "gefühlte Inflation" liegt derzeit eher bei 3 % bis 4 % mit steigender Tendenz. Wenn die EZB mit ihren Prognosen recht hätte, müssten wir noch bis 2020 warten, bis der Ärger über steigende Preise beim täglichen Einkauf von der Zentralbank zur Kenntnis genommen wird und zu höheren Zinsen führt. Die Geldpolitik könnte noch sehr lange sehr expansiv sein. Es würde weiterhin negative Einlagenzinsen geben.

## WACHSTUM UND INFLATION



Quelle: Bundesbank

Da kommen einem doch erhebliche Zweifel. Ich habe mir daher noch einmal den Zusammenhang zwischen Konjunktur und Geldentwertung in der Vergangenheit angeschaut (siehe Grafik). Das Ergebnis ist eindeutig. In den letzten fünfzig Jahren besteht ein klarer Zusammenhang zwischen

der Konjunktur und den Preisen. Immer dann, wenn die Nachfrage stieg, ging mit einer zeitlichen Verzögerung von ein bis zwei Jahren auch die Inflation nach oben. Immer dann, wenn die Konjunktur schwächer wurde, ließ auch der Preisdruck nach.

Die Zahlen beziehen sich zwar auf Deutschland, weil hier längere Zeitreihen vorliegen. Aber auch wenn man sich die Verhältnisse im Euroraum anschaut, ist der Befund nicht anders.

---

»Ich werde den Verdacht nicht los,  
dass die EZB die Inflationsprognosen  
nicht zuletzt deshalb so niedrig  
ansetzt, um damit ihr Zögern bei der  
Geldpolitik zu begründen.«

---

Das ist beruhigend. Bei all den Veränderungen, die sich in den letzten Jahren in der Wirtschaft (und in der Wirtschaftstheorie) ergeben haben, hat sich an dem grundlegenden Zusammenhang zwischen Angebot und Nachfrage nichts geändert. Wir können weiter darauf vertrauen.

Das bedeutet aber, dass sich die Preise jetzt wieder stärker erhöhen müssten. Die Konjunktur hat sich in Deutschland und im Euroraum in den letzten Jahren deutlich erholt. Die Wirtschaft wächst schneller als die Kapazitäten. Es gibt Facharbeitermangel allerorten. Zudem gibt es auch von der monetären Seite keine Restriktionen. Die Zinsen sind bei Null und die Liquidität ist so reichlich wie noch nie. Im Übrigen ist auch der Wechselkurs des Euros relativ schwach, sodass es von den Importgütern keine Preisbremse gibt.

Entsprechend diesen Gegebenheiten ist die Geldentwertung in diesem Jahr modellgerecht nach oben gegangen. Sie betrug im letzten Jahr im Euroraum 0,2 %. In diesem Jahr lag sie in den ersten fünf Monaten bei 1,7 %. Das ist schon ein kräftiges Plus. Das passt. Die Konjunktur beschleunigt sich und der Preisanstieg geht nach oben. In den kommenden Jahren stimmen die Prognosen aber nicht mehr. Der konjunkturelle Aufschwung setzt sich nach allen vorliegenden Prognosen fort. Da müsste auch die Inflation

## Inflation auf dem Rückzug?

21. Juni 2017

weiter nach oben gehen, vielleicht auf 2 % oder mehr. Bei der EZB geht die Rate aber nach unten.

Nun kann man für einen langsameren Preisanstieg in den kommenden Jahren ein paar Erklärungen anführen. Der Arbeitsmarkt etwa funktioniert heute nicht mehr so wie früher. Das führt dazu, dass die Löhne langsamer steigen und daher die Kosten der Unternehmen nicht so stark zunehmen. Zudem gibt es immer noch große Unterschiede im Euro-Raum – siehe beispielsweise Italien, wo das Wachstum nach wie vor zu wünschen übrig lässt. Man kann auch darauf verweisen, dass das gesamtwirtschaftliche Wachstum heute aus strukturellen Gründen geringer ist. Auch in anderen Ländern steigen die Preise nicht so schnell. All das dämpft den Preisauftrieb und erhöht die Unsicherheit bei den Inflationsprognosen. Es kann den Time Lag zwischen Konjunktur und Inflation erhöhen. Es kann aber nicht dazu führen, dass der Preisanstieg bei guter Konjunktur insgesamt zurückgeht.

Der Grund weshalb die EZB-Volkswirte trotzdem zu der Prognose sinkender Inflationsrate kommt, liegt auch woanders. Es sind die Ölpreise. Die Zentralbank nimmt an, dass sie in den nächsten zwei Jahren trotz des Aufschwungs der Weltwirtschaft nicht steigen werden, sondern auf dem gegenwärtigen Niveau verharren. Das ist angesichts der schwierigen Lage auf dem globalen Ölmarkt denkbar. Es scheint mir aber nicht wahrscheinlich.

Vor allem aber: Es kann nicht als Begründung dafür erhalten, die Geldpolitik noch länger so locker zu halten. Die Zentralbank sollte sich nicht an den Ölpreisen orientieren, sondern an den binnenwirtschaftlichen Gegebenheiten. Das hat sie in der Vergangenheit auch immer so gesagt. Ich werde den Verdacht nicht los, dass die EZB die Inflationsprognosen nicht zuletzt deshalb so niedrig ansetzt, um damit ihr Zögern bei der Geldpolitik zu begründen.

## Für den Anleger

Gehen Sie davon aus, dass die Preissteigerungen in Zukunft eher höher als niedriger ausfallen. Die EZB bleibt unter Druck, die Liquidität zurückzuführen und die Zinsen zu erhöhen. Wenn sie das nicht tun sollte, dann werden wir Reaktionen am Kapitalmarkt sehen. Die langfristigen Zinsen werden stärker steigen. Die Zinsstruktur wird steiler. Das wird nicht in den nächsten Wochen passieren. Es kommt aber in Gang, sowie wir die höheren Preissteigerungen sehen. Die Aktien könnten profitieren, wenn die Zinsen niedrig bleiben, die Preise aber stärker steigen.

**Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com). Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com).**

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

**Rechtliche Hinweise**

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u.a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen. Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. Die vorstehenden Informationen richten sich nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des US Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com) erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke, in welcher Form auch immer, verwendet werden. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt.