

Ein weiteres Argument für Herrn Draghi?

13. September 2017

- > Widerspruch: Die statistisch gemessene Inflation ist wesentlich niedriger als die Preissteigerung, die die Verbraucher beim täglichen Einkauf erleben.
- > Es gibt keine objektiv richtige Inflation. Alles beruht darauf, wie man die einzelnen Preise zu einem Index aggregiert.
- > Für die Glaubwürdigkeit der Zentralbank wäre es hilfreich, wenn sie sich nicht auf Punkt und Komma der amtlichen Preissteigerung versteifen würde.

Mir verkrampft sich immer der Magen, wenn ich von der Zentralbank höre, die Preissteigerung sei zu niedrig. Die Geldpolitik müsse weiter daran arbeiten, um sie wieder nach oben zu bringen. Wie kann eine Institution, die für einen stabilen Geldwert zuständig ist, so etwas sagen?

Es passt auch so gar nicht zu der Lebenswirklichkeit des Verbrauchers. In der Tabelle habe ich willkürlich eine Reihe von Preisveränderungen in Deutschland aufgeführt (veröffentlicht vom Statistischen Bundesamt).

**AUSGEWÄHLTE PREISSTEIGERUNGEN**

Juli 2017 ggü. Vorjahr, Deutschland

Fleisch und Fleischwaren	2,40 %
Fisch und Fischwaren	3,20 %
Molkereiprodukte, Eier	12,30 %
Speisefette, Speiseöle	<b>29,20 %</b>
Gemüse	-6,00 %
Kaffee, Tee, Kakao	3,60 %
Schuhe	3,00 %
Haushaltsgeräte	-1,20 %
Chemische Reinigung	2,20 %
Strom	1,90 %
Flugreisen	3,40 %
Spielzeug	5,60 %
Zeitungen, Zeitschriften	4,80 %
Schmuck, Uhren	5,60 %
Telekommunikationsdienste	-9,00 %
Finanzdienstleistungen	3,70 %
Miete	1,80 %
Autoreparatur, Parkgebühren	3,00 %
Kfz-Versicherung	2,60 %
Private Krankenversicherung	4,00 %
Dienste ambulante Pflegeeinrichtungen	-37,80 %

Quelle: Statistisches Bundesamt

Molkereiprodukte und Eier beispielsweise sind in den letzten zwölf Monaten um 12 % teurer geworden (Butter sogar um 64 %). Für Spielzeug mussten 5 % mehr ausgegeben werden. Für Pauschalreisen hatte man 4 % mehr auf den Tisch zu legen. Bankdienstleistungen kosteten 4 % mehr.

Ich kenne niemand, der sich wünschte, für diese Dinge mehr zu bezahlen.

Natürlich ist auch manches billiger geworden. Der größte Posten sind die Dienste ambulanter Pflegeeinrichtungen, für die 38 % weniger aufgewendet werden musste. Das haben die wenigsten Verbraucher gemerkt und wenn, dann haben sie es sicher nicht mit der Inflation in Verbindung gebracht.

Diese Diskrepanz zwischen dem "Sprech" der Zentralbanker und den täglichen Erfahrungen der Verbraucher ist nicht nur ein Schönheitsfehler. Sie ist ein Ärgernis. Sie zeigt, dass die Geldpolitik den Kontakt zu der täglichen Realität der Verbraucher verloren hat. Sie hat ein Glaubwürdigkeitsproblem. Das ist in einer Demokratie nicht gut. Andererseits ist es, was vielen nicht klar ist, ein weiteres Argument, die Maßnahmen der ultralockeren Geldpolitik möglichst bald zurückzuführen.

»Die Diskrepanz zwischen dem "Sprech" der Zentralbanker und den täglichen Erfahrungen der Verbraucher ist nicht nur ein Schönheitsfehler.«

Warum? Manche sagen, der Unterschied zwischen der amtlich gemessenen und der von den Verbrauchern erlebten Inflation hänge damit zusammen, dass hier getrickst wird. Der Verbraucher würde durch die Statistiken über's Ohr gehauen. Man müsse daher nur dafür sorgen, dass das Statistische Bundesamt richtig rechne, dann sei alles geklärt. Das ist falsch. Niemand betrügt bei der Berechnung der Inflation.

Tatsache ist aber, dass es keinen objektiv richtigen Maßstab der Inflation gibt. Alles hängt davon ab, wie man die Einzelpreise zu einem Durchschnitt aggregiert, der in etwa dem Geldwert entspricht. Hier gibt es verschiedene Möglichkeiten. Die gebräuchlichste ist, dass man die Preise der Waren und Dienste mit der Bedeutung gewichtet, die sie im Warenkorb eines repräsentativen Verbrauchers haben. Das ist plausibel. Wenn man mehr für ein Gut ausgibt, dann sollte sich das auch im Preisindex entsprechend

## Ein weiteres Argument für Herrn Draghi?

13. September 2017

niederschlagen. Allerdings kommt es dann dazu, dass beispielsweise die Miete, die sich nur relativ selten verändert, ein Gewicht von 21 % im Index hat, Nahrungsmittel dagegen, die man mehrmals in der Woche kauft und bei denen man die Preisveränderungen viel unmittelbarer erlebt, nur ein Gewicht von 9 %. Insgesamt kommt man bei dieser Rechnung für Deutschland auf eine Inflation von nur 1,7 %.

Man könnte die Durchschnittsbildung aber auch ganz anders berechnen. Man könnte etwa die Preise mit der Häufigkeit gewichten, in der der Verbraucher die jeweiligen Güter und Dienste erwirbt. Dann bekämen Nahrungsmittelpreise beispielsweise ein viel höheres Gewicht als Mieten. Insgesamt kommt man bei einer solchen Durchschnittsbildung auf einen sehr viel höheren Wert der Inflation. Eine amtliche Berechnung dazu gibt es nicht. Die Volkswirte der UniCredit, die die gefühlte Inflation regelmäßig schätzen, ermittelten zuletzt einen Wert von 3,5 %. Das kommt dem Gefühl der Verbraucher schon näher.

Man nennt diese Art des Durchschnitts die "gefühlte Inflation". Das klingt etwas abwertend. Es sieht so aus, als ob das ein unverbindlicher "Soft Factor" sei im Gegensatz zur seriösen amtlichen Inflation. Das ist nicht gerechtfertigt. Beide Durchschnittsbildungen sind gleich seriös und anspruchsvoll. Keine ist besser als die andere.

Was heißt das nun für die Geldpolitik? Die EZB orientiert sich an der amtlichen Inflation. Sie begründet ihre zögerliche Haltung bei der Rückführung der ultralockeren Geld-

politik damit, dass die amtlich gemessene Geldentwertung geringer ist als das selbst gesetzte Ziel von "nahe aber unter 2 %". Das ist streng genommen natürlich korrekt. Wenn man aber berücksichtigt, dass es auch Berechnungsweisen von Inflation gibt, die zu anderen Ergebnissen kommen, dann macht eine solche mathematisch-juristische "Punkt und Komma"-Genauigkeit keinen Sinn. Dann sollte man die statistisch gemessene Inflation eher im Kontext interpretieren und berücksichtigen, dass sie wesentlich niedriger ist als das, was die Menschen (nicht nur in Deutschland) empfinden. Bei einer solchen Betrachtung wäre bereits die derzeitige Inflation durchaus "zieltgerecht". Sie würde ein Auslaufen der ultralockeren Geldpolitik rechtfertigen.

## Für den Anleger

ist die aktuelle Preissteigerung die beste aller Welten. Einerseits ist sie so hoch, dass niemand mehr eine Deflation oder Rezession befürchten muss. Andererseits ist sie aber auch noch nicht so groß, dass man vor einer restriktiveren Geldpolitik Angst haben müsste. Die Zentralbank wird bei der Rückführung der Wertpapierkäufe sehr vorsichtig vorgehen und alles versuchen zu vermeiden, was die Märkte stören könnte. Sie sollte jetzt aber damit beginnen, um nicht "hinter die Kurve" zurückzufallen.

**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 Werbemittelung 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.