

Was ist die richtige Inflation?

20. Juni 2018

- Die Preissteigerung zeigt weltweit Anzeichen einer Beschleunigung. Die Kerninflation ist aber nach wie vor niedrig.
- Ein Vergleich von Kerninflation und Gesamtinflation. Wer ist als Stabilitätsmaß besser geeignet?
- Die Kerninflation sagt nichts über die Höhe der Geldentwertung, wohl aber über die Ursachen.

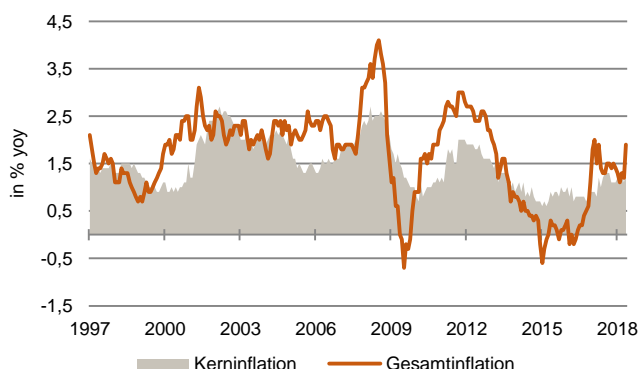
Als die Preissteigerung in den USA in der letzten Woche, gemessen am Verbraucherpreisindex CPI, auf 2,8 % anstieg, bin ich erschrocken. Das ist ein Wert, der weit über dem allgemeinen Ziel von 2 % liegt. Da kann man nicht mehr von Stabilität sprechen. Da sind Ängste vor einer stärkeren Geldentwertung gerechtfertigt.

Viele Experten am Markt und in den Zentralbanken haben aber gleich abgewunken. Nein, es bestehe überhaupt keine Gefahr. Der Anstieg der Inflation sei – neben Saison- und Basiseffekten – allein durch die in den letzten Wochen und Monaten zunehmenden Ölpreise bedingt. Die Kerninflation, also die Inflation nach Abzug der Ölpreissteigerung, ist nach wie vor niedrig. Sie liegt in den USA bei unproblematischen 2,2 %, im Euroraum zuletzt sogar nur bei 1,3 %.

Also alles nur falscher Alarm, nur weil die Kerninflation so niedrig ist? Ist die Kerninflation zur Messung der Geldentwertung so wichtig, dass sie die Gesamtinflation aussticht? Ich glaube nicht. Die Kerninflation wird überschätzt. Vielleicht ist es daher ganz hilfreich, die beiden Arten von Inflation mit ihren jeweiligen Vor- und Nachteilen einmal gegenüberzustellen.

DAS BESSERE STABILITÄTSMAß?

Gesamt- und Kerninflation, Euroraum



Quelle: EZB

Die Grafik zeigt Gesamt- und Kerninflation in den letzten 20 Jahren. Die Unterschiede zwischen beiden waren nicht sehr groß. Es gab Zeiten, in denen die Gesamtinflation höher war als die Kerninflation und es gab Jahre, in denen es umgekehrt war. Über den ganzen Zeitraum gerechnet war die

Differenz zwischen beiden nicht signifikant (Gesamtinflation im Schnitt 1,7 % p. a., Kerninflation 1,5 % p. a.). Aus dieser Betrachtung kann man keine Präferenz für die eine oder andere Art der Inflationsmessung ableiten.

»Wer mit der Kerninflation argumentiert, verstärkt den verbreiteten Verdruss gegenüber den allgemeinen Inflationsstatistiken. Das sollten vor allem die Zentralbanken nicht tun.«

Wichtiger ist schon, dass die Schwankungen der Kerninflation niedriger waren als die der Gesamtinflation. Die Gesamtinflation bewegte sich in der Spitze zwischen +4,1 % und -0,6 %, die Kerninflation dagegen nur zwischen +2,6 % und -0,6 %. Manche leiten daraus ab, die Kerninflation sei ein besseres Maß. Denn auch die Stabilität sei ein mittelfristiges Konzept, das keineswegs jeden Monat erfüllt sein muss. Aber auch das ist kein wirklich überzeugendes Argument für die Kerninflation.

Der entscheidende Unterschied zwischen beiden liegt bei den Ölpreisen. In der Gesamtinflation sind sie enthalten, in der Kerninflation nicht. Es gibt Leute, die Ölpreise aus dem Geldwert heraushalten wollen, weil sie ein exogener Faktor sind, der mit der Stabilität in einem Land nichts zu tun hat. Ich halte das nicht für vernünftig, und zwar aus vier Gründen.

Erstens aus der Sicht der Bürger: Für sie bemisst sich die Geldwertstabilität an der Gesamtheit aller Preise in einer Volkswirtschaft. Da kann man nichts ausschließen, schon gar nicht etwas so Wichtiges wie die Ölpreise. Rund 10 % des Warenkorb der Verbraucher entfallen hierzulande auf Energiepreise. Der Preis für Benzin hat für viele Menschen eine essentielle Bedeutung, so wie früher der Brotpreis. Wer mit der Kerninflation argumentiert, verstärkt den verbreiteten Verdruss gegenüber den allgemeinen Inflationsstatistiken. Das sollten vor allem die Zentralbanken nicht tun.

Zweitens aus der Sicht der Volkswirtschaft: Ölpreise sind integraler Teil der Dynamik der monetären Entwicklung.

Was ist die richtige Inflation?

20. Juni 2018

Wenn Öl teuer wird, verlangen die Gewerkschaften höhere Löhne. In vielen Unternehmen steigen die Kosten, weil sie Öl als Vorprodukt nutzen. Steigende Ölpreise generieren am Ende neue Inflation. Man sollte sie daher nicht ausschalten, sondern ihnen im Gegenteil besondere Aufmerksamkeit schenken.

Drittens aus der Sicht der Politik: Ziel der Geldpolitik ist nach Recht und Gesetz nicht die Kerninflation, sondern die gesamte Preissteigerung einschließlich Öl. Das ist es, woran sich die Zentralbank zu orientieren hat.

Viertens aus der Sicht der Märkte: Die Höhe des langfristigen Zinses bemisst sich aus der Zeitpräferenz plus der Inflationsrate. Hier muss man eindeutig die Gesamtinflation nehmen. Denn der Sparer will ja wissen, wieviel Güter er mit dem Geld kaufen kann, das er am Ende der Laufzeit einer Anlage bekommt.

Braucht man die Kerninflation also überhaupt nicht? So weit würde ich nicht gehen. Sie sagt zwar nichts aus über die Höhe der Geldentwertung, wohl aber etwas über die Ursachen, die zu der Preissteigerung führen. Wenn – wie derzeit in Europa – die Kerninflation niedriger als die Gesamtinflation ist, dann ist das ein Zeichen, dass die Ölpreise stärker zunehmen als das inländische Preisniveau. Weitere Impulse

für die Inlandskonjunktur durch niedrige Zinsen und hohe Liquidität sind also nicht abwegig. Allerdings muss man auch hier die Kirche im Dorf lassen. Der Abstand zwischen Kern- und Gesamtinflation ist zwar im Mai recht hoch (0,6 Prozentpunkte). Das war aber eher ein Ausreißer. Seit Jahresbeginn betrug die Differenz lediglich 0,1 Prozentpunkte. Im Übrigen gehen höhere Ölpreise auf Dauer in die allgemeine Preissteigerung ein und treiben sie nach oben. Die EZB darf sich also mit dem Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik nicht zu viel Zeit lassen. Sie ist schon gefährlich nahe hinter der Kurve.

Für den Anleger

Schauen Sie auf die Gesamtinflation, nicht auf die Kerninflation. Sie ist das richtige Maß für den Preisdruck in der Volkswirtschaft. Wenn die EZB die kurzfristigen Zinsen noch mindestens ein Jahr auf dem heutigen Niveau halten sollte, dann wird sich zunehmender Preisdruck vor allem in den langfristigen Zinsen zeigen. Die Zinskurve wird steiler. Die Aktien werden unter einer solchen Konstellation nicht leiden.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com. Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf 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. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher 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 jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) 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 U.S. 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 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. Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode. Simulationen erfolgen auf Basis historischer Renditen, Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken. 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. 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. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. 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. 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. Sollten Sie nicht der für die jeweilige E-Mail bestimmte Adressat sein, informieren Sie bitte unverzüglich den Absender und löschen die E-Mail aus Ihrem System. Jede Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe wie auch das Ergreifen oder Unterlassen von Maßnahmen im Vertrauen auf erlangte Information ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen, da E-Mails abgefangen und verfälscht werden oder Viren enthalten bzw. zu spät oder unvollständig ankommen können.