



Fallstricke bei der Inflation

Dr. Martin W. Hüfner, Telefon +49 89 519966-150, martin.huefner@assenagon.com

- **Fallstricke und Missverständnisse in der Inflationsdiskussion.**
- **Paradox: Je weniger Erfolg die EZB bei der Bekämpfung der niedrigen Preissteigerung hat, umso besser für die Finanzmärkte.**
- **Nicht die Konjunktur ist der Hebel zur Anhebung der Geldentwertung, sondern der Wechselkurs. Die Japaner haben's vorge-macht.**

Inflationsdaten sind immer wichtig. In diesen Monaten gilt das in besonderem Maße. Der Rückgang der Geldentwertung hat die EZB Anfang Juni dazu veranlasst, eine "dicke Bertha" auszupacken. Sollte die Inflationsrate nicht bald wieder ansteigen, wird sie weitere Maßnahmen ergreifen. Geht die Preissteigerung dagegen wieder nach oben, dann müssen sich die Märkte darauf einstellen, dass die EZB weniger aggressiv wird.

Bei einem so wichtigen Fakt sollte man eigentlich annehmen, dass es keine Fragen offen lässt. Umso erstaunlicher ist, wie viele Fallstricke und Missverständnisse es hier immer noch gibt. Zeit für ein paar Klarstellungen.

Beginnen wir mit dem Selbstverständlichen: Es geht in Europa nicht um Deflation, also um sinkende Preise. Güter und Dienste verteuern sich weiterhin, nur nicht mehr so stark. Die Ampeln stehen nicht auf rot (= es muss gehandelt werden), sondern auf gelb. Die EZB tut manchmal so, als sei es schon "fünf vor zwölf".

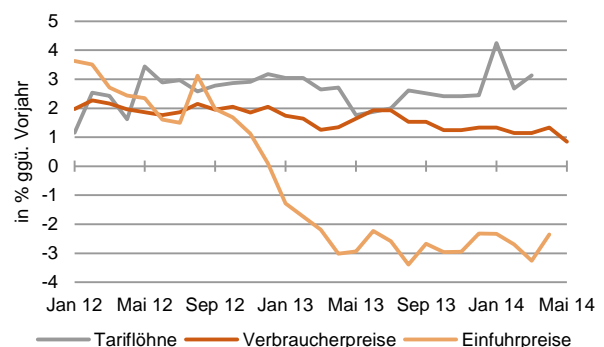
Ebenfalls offensichtlich: Die Geldpolitik kann sich bei ihrem Kampf gegen die zu niedrige Inflation nicht auf ein breites öffentliches Mandat stützen. Im Gegenteil. Die Öffentlichkeit ist davon wenig begeistert. Den meisten Deutschen wären niedrigere Preise lieber als niedrigere Zinsen. In den südeuropäischen Schuldnerländern sind niedrigere Preise eine Kompensation für die Kürzung von Löhnen und staatlichen Leistungen in den letzten Jahren. Die Menschen freuen sich darüber.

Die mangelnde öffentliche Unterstützung macht die Aufgabe der EZB nicht leichter. Sie kann sich zwar formal auf den Gesetzestext berufen, dass die Inflation nahe, aber unter 2 % sein soll. Das ist jedoch dünnes Eis. Die EZB kann nicht mit dem öffentlichen Rückenwind agie-

ren, den sie zum Beispiel bei der Rettung des Euros hatte. Das ist ein Handicap.

Falsch oder besser irreführend ist, was in manchen statistischen Veröffentlichungen zu lesen ist: Nämlich, dass die Inflation deshalb zurückgeht, weil Energie und Nahrungsmittel billiger werden. Man muss sich nur einmal die "Kernrate der Inflation" anschauen, in der die Statistiker Energie und Nahrungsmittel herausrechnen. Sie steigt kaum mehr als die tatsächliche Rate (0,8 % verglichen mit 0,5 %). Öl ist auf den Weltmärkten in den letzten zwölf Monaten um 6 % teurer geworden, Erdgas um fast 20 %.

Es sind die Einfuhrpreise, die die Inflation drücken
Verbraucherpreise und ihre Einflussfaktoren, Deutschland



Quelle: Bundesbank

Richtig ist, dass die Inflation im Spannungsfeld unterschiedlicher Kräfte steht. Siehe die Grafik für das Beispiel Deutschland. Auf der einen Seite steigen die Löhne kräftig an, derzeit um über 3 %. In immer mehr Branchen gibt es Kapazitätsengpässe. Das treibt die Geldentwertung in Deutschland nach oben, indirekt aber auch in Europa. Auf der anderen Seite sinken die Einfuhrpreise, seit Anfang vorigen Jahres um 2 %. Das hängt zum Teil mit der Austeritätspolitik in Südeuropa zusammen. Sie lässt dort die Preise zurückgehen und führt in Deutschland zu billigeren Importen. Hinzu kommt die Aufwertung des Euros auf den Devisenmärkten. Sie belief sich im Schnitt in den letzten zwölf Monaten auf 5 %. Das dämpft die Inflationsrate.

Falsch ist, dass die Europäische Zentralbank den Inflationstrend unter diesen Umständen nachhaltig drehen könnte. Sie befindet sich mehr denn je in der bekannten



Liquiditätsfalle, in der niedrigere Zinsen und mehr Geld in der Realwirtschaft nur noch wenig bewegen. Das neue Programm kann allenfalls die Erwartungen drehen (so wie das im Juli 2012 beim Euro der Fall war). Ob das aber ein zweites Mal gelingt, ist nicht so sicher. Das Programm wird aber in jedem Fall durch die Liquidität an den Finanzmärkten zu Kurssteigerungen führen. Es wird strukturell helfen, dass kleine und mittlere Unternehmen mehr Kredit bekommen (was aber nicht unbedingt Aufgabe der EZB ist).

Die Inflationsrate kann man letztlich nur durch vier Dinge nach oben bringen: Erstens – Gott verhüte – durch ein Ende der Konsolidierungs- und Reformpolitik. Damit wären alle erzielten Erfolge bei der Stabilisierung des Euros dahin. Zweitens – auch das ist nicht wünschenswert – durch einen Anstieg der Rohstoffpreise als Folge der Ereignisse in Russland/Ukraine oder in Irak/Syrien. Drittens durch eine bessere Konjunktur. Für die Gemeinschaft als Ganzes dauert das. Für Deutschland hieße es Überhitzung, die niemand will.

Das effektivste Mittel wäre – viertens – eine Abwertung des Euros auf den Devisenmärkten. Japan hat gezeigt, wie das geht. Nach einer Daumenregel führt ein um

10 % schwächerer Euro zu einer Erhöhung des Verbraucherpreisindex um einen halben Prozentpunkt. Damit wäre schon einiges gewonnen. Die Frage ist freilich, wie man das hinkriegt. Die niedrigeren Zinsen der EZB haben bisher jedenfalls nicht geholfen. Denkbar wären Interventionen an den Devisenmärkten. Die EZB könnte zum Beispiel amerikanische Staatsanleihen kaufen. Also ein Q/E-Programm, aber nicht mit europäischen, sondern mit US-Papieren. Rechtlich geht das. Ob die Begeisterung der Amerikaner dafür freilich groß ist, kann man bezweifeln.

Für den Anleger sind das keine schlechten Nachrichten. Es mag paradox klingen: Aber je weniger die EZB es schafft, die Inflationsrate im Euroraum nach oben zu hieven, umso besser für die Finanzmärkte. Denn dann wird sie noch länger bei ihrer bisherigen ultralockeren Geldpolitik bleiben. Sie wird möglicherweise noch nachlegen. In jedem Fall wird es die Umkehr, wie sie die Bank von England und auch die Federal Reserve derzeit vorsichtig anpeilen, in Euroland vorerst nicht geben. Die Kehrseite ist die Gefahr weiterer Blasen an den Märkten.

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

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die Assenagon Schweiz GmbH, Assenagon Client Service GmbH, München und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. 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 u. U. 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- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen weder an Staatsbürger aus Großbritannien oder den Vereinigten Staaten von Amerika und sind auch nicht als solche konzipiert.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt) 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 Information und können eine individuelle Beratung 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.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.