

## Inflation: Juristen haben nicht immer recht

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

- **Juristisch ist die Europäische Zentralbank verpflichtet, die Preissteigerung von derzeit 0,3 % auf das Ziel von "nahe aber unter 2 %" zu erhöhen.**
- **Ökonomisch ist das Unsinn. Die niedrige Inflation stört niemanden. Die EZB kann sich nur schwer beeinflussen.**
- **Die Geldpolitik sollte sich in dieser Situation meines Erachtens nicht zu massiven neuen Expansionsmaßnahmen drängen lassen.**

An sich ist die Europäische Zentralbank eine gute Institution und Mario Draghi ist ein guter Präsident. Es gibt aber eine Äußerung, die mir immer wieder gegen den Strich geht. Das ist, wenn Draghi sagt, dass die Inflation zu niedrig ist und er alles tun werde, um sie zu erhöhen. Die Zentralbank will die Geldentwertung erhöhen? Das klingt zumindest in deutschen Ohren ungewöhnlich.

Zentralbanken sind dazu da, den Geldwert in einer Volkswirtschaft stabil zu halten. Damit soll sichergestellt werden, dass der Preismechanismus der Marktwirtschaft ordentlich funktioniert. Dadurch wird die Allokation der Produktionsfaktoren gesteuert und es werden die Voraussetzungen geschaffen, dass es nicht zu unerwünschten Verteilungswirkungen kommt. Die EZB hat dies bisher, ebenso wie vorher die Bundesbank, ordentlich gemacht.

Und das soll jetzt geändert werden? Juristisch sind Herr Draghi und die EZB mit ihren Plänen für eine höhere Inflation durchaus im Recht. Im Maastricht-Vertrag ist die Zentralbank auf Preisstabilität verpflichtet. Dabei ist Preisstabilität definiert als eine Zunahme der Preisniveaus um "nahe aber unter 2 %". Wenn die Preise derzeit nur um 0,3 % steigen, dann ist das eindeutig zu wenig. Die EZB verfehlt ihr Ziel. Sie muss alles tun, um die Preisentwicklung wieder nach oben zu bringen.

Ökonomisch ist das jedoch Unsinn. Erstens hat die Volkswirtschaft keinen Vorteil, wenn die Preissteigerung höher ist. Die Verbraucher würden dann Kaufkraft verlieren. Die ohnehin schon niedrigen Zinsen der Sparer würden durch höhere Preise noch weiter verringert. Für die Unternehmen würden die Preissignale verzerrt. Nur Schuldner stellen sich bei einer größeren Geldentwer-

tung besser. Das geht aber zu Lasten der Gläubiger. Es ist volkswirtschaftlich sicher nicht erwünscht.

Ein Gegensteuern der Zentralbank wäre nur dann nötig, wenn die Preise sinken würden und dies in der Volkswirtschaft zu einer kumulativen Abwärtsbewegung führen würde. Das wäre der Fall, wenn die Verbraucher bei Preissenkungen den Konsum reduzieren, um später billiger einkaufen zu können. Dann würde dadurch der gesamtwirtschaftliche Verbrauch zurückgehen und die Preise würden noch weiter sinken. Das ist aber nirgends zu sehen. Kein ernsthafter Beobachter rechnet damit. Auch in Japan gab es in den letzten 20 Jahren nie eine solche kumulative Entwicklung nach unten.

Zweitens ist die niedrige Preissteigerung durch die Konsolidierung und die Anpassungsprozesse im Euro gewollt. Wo die Preise tatsächlich sinken, ist vor allem in Reformländern wie Spanien oder Griechenland. Das wurde durch die Maßnahmen zur Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit erzwungen. Deflatorische Tendenzen könnten in Europa mit einem Federstrich beseitigt werden, wenn die Reformpolitik abgeblasen würde. Dazu braucht es keine Europäische Zentralbank. Glücklicherweise denkt derzeit niemand an so etwas.

### Auf dem Weg in die Deflation?

Verbraucherpreise in % ggü. Vorjahr im Euroraum



Quelle: EZB

Drittens beruht die niedrige Preissteigerung zu einem großen Teil auf dem Verfall der Ölpreise. Öl ist nun einmal eine wichtige Determinante der Inflation. Über 10 % des Warenkorbes, mit dem die Preissteigerung



ermittelt wird, entfällt auf Haushaltsenergie und Kraftstoffe. Alle großen Schwankungen des Preisniveaus in den letzten Jahren waren durch die Bewegungen des Ölpreises, nicht durch die Inlandsnachfrage bedingt. Siehe dazu die Grafik für die Jahre seit 2000. Die Ölpreise kann die Zentralbank aber nicht beeinflussen. Sie muss sie als Datum hinnehmen.

Im Übrigen werden die Ölpreise nicht ewig weiter zurückgehen. Saudi-Arabien hat zu erkennen gegeben, dass es nicht an einem Ölpreis unter 60 Dollar je Barrel interessiert ist. Da sind wir nicht mehr weit davon entfernt.

Viertens wird die Statistik zur Messung der Inflation immer besser. Lange Zeit hatte man geglaubt, dass die amtlichen Zahlen zur Preisentwicklung die tatsächliche Preissteigerung überschätzen, weil sie die Qualitätsveränderung bei den Produkten nicht ausreichend erfasst. Wenn die Geldentwertung mit 2 % gemessen wird, ist sie, so dachte man, in Wahrheit Null. Das Argument gilt inzwischen aber immer weniger. Durch die Einführung der hedonischen Preiserfassung ist die Statistik inzwischen recht genau. Da steigen die Preise bei einer Inflationsrate von 2 % tatsächlich um nicht viel weniger als 2 %. Eigentlich müsste man das Maastricht-Ziel jetzt auf Null reduzieren.

Meine Schlussfolgerung: Die EZB sollte sich durch die niedrige Preissteigerung nicht zu neuen Maßnahmen drängen lassen. Sie hat alles getan, was in ihrer Macht steht, um die Inflation nicht zu stark sinken zu lassen. Jetzt ist der Eimer der Geldpolitik leer. Was man in dieser Situation nur vermeiden muss ist, dass das Rad zurückgedreht wird. Vor allem muss sie verhindern, dass die Bilanzsumme des Eurosystems bei Rückzahlung der LTRO-Kredite zurückgeht. Dazu reichen aber die bisherigen Instrumente aus. Eventuell sollte man überlegen, die negativen Einlagenzinsen wieder abzuschaffen. Sie erschweren die Liquiditätshaltung der Banken und verringern die Bilanzsumme des Eurosystems.

**Für den Anleger** ist dieser Ratschlag keine gute Botschaft. Die Aktien- und Rentenmärkte waren bisher die Hauptprofiteure der ultralockeren Geldpolitik. Wenn die EZB weitere Maßnahmen beschließen sollte, dann würde sich das dort noch einmal positiv auswirken. Andererseits müssen auch die Anleger begreifen, dass das nur eine kurzfristige Therapie sein kann. Auf Dauer sind nur solche Vermögensgüterpreise tragfähig, die auf realen Entwicklungen beruhen.

**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, 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 mit Wohn- oder Geschäftssitz in einer ausländischen Rechtsordnung sollten sich über derartige Einschränkungen informieren und sie entsprechend einhalten. 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 U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten, und dieses Dokument ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds an US-Personen zu verstehen. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieser Präsentation 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 Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsunterlagen (wie z. B. Prospekt und Wesentlichen 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 Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlichen, 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.