

Was ist die richtige Inflation?

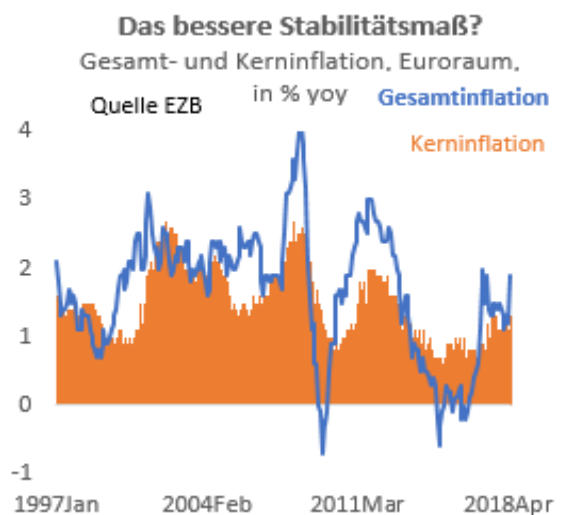
- Die Preissteigerung zeigt weltweit Anzeichen einer Beschleunigung. Die Kerninflation ist aber nach wie vor niedrig.
- Ein Vergleich von Kerninflation und Gesamtinflation. Wer ist als Stabilitätsmaß besser geeignet?
- Die Kerninflation sagt nichts über die Höhe der Geldentwertung, wohl aber über die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



Die Grafik zeigt Gesamt- und Kerninflation in den letzten zwanzig 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.

Wichtiger ist schon, dass die Schwankungen der Kerninflation niedriger waren als die der Gesamtinflation. Die Gesamtinflation bewegte sich in der Spitze zwischen plus 4,1 und minus 0,6%, die Kerninflation dagegen nur zwischen plus 2,6 und plus 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 Verdross 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. Wenn Öl teurer 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? Soweit 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 sich 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.



Dr. Martin Hüfner
 Volkswirtschaftlicher Berater

BNP Paribas S.A. Niederlassung Österreich
 Hello bank!

Dieser Artikel gibt die Meinung des Autors wieder und stellt in keiner Weise eine Finanzanalyse, eine Anlageberatung, ein Angebot zum Kauf oder eine Empfehlung der Hello bank! dar und kann keine fachliche Beratung durch einen Anlage- und/oder Steuerberater ersetzen. Bitte beachten Sie, dass die dargestellten Finanzinstrumente den allgemeinen Wertpapierrisiken unterliegen, insbesondere auch dem Bonitätsrisiko des Emittenten und dem Risiko eines Totalverlustes des eingesetzten Kapitals.