

<https://blog.de.erste-am.com/2018/02/02/wie-funktioniert-inflation-teil-1-die-basics/>

## Wie funktioniert Inflation? - Teil 1: Die Basics

Gerold Permoser



© (c) iStock

Warum ist ein Inflationsausblick 2018 wichtig? In unserer dreiteiligen Serie erklären wir die Funktionen der Inflation.

Aktuell haben wir es auf den Märkten mit einem sehr unterstützenden Umfeld zu tun. Die Wirtschaft boomt, die großen Zentralbanken kaufen in Summe immer noch Staatsanleihen und halten die Renditen niedrig und die Steuerreform in den USA hat das Sentiment in den letzten Wochen weiter verbessert. Dazu kommt, dass fast alle Asset Manager ein ähnliches Bild haben. Der Zyklus ist weit gelaufen, viele Assets sind nicht mehr billig. Dennoch gibt es aber kaum einen Grund nicht ins Risiko zu gehen, wenn man Geld verdienen will und auch muss. Vor diesem Hintergrund fragen sich alle: Was kann die Party stoppen? Ein Anstieg der Inflation ist einer, wenn nicht der „übliche Verdächtige“.

### Warum ist das so?

Der aktuelle Zyklus ist schon sehr lange gelaufen. Nach der großen Rezession 2008/2009 hat in den USA eine bis jetzt andauernde Erholung eingesetzt. Bald die zweitlängste seit wir Daten haben. Und die gehen in den USA immerhin bis ca. 1850 zurück. Zwar sterben Erholungsphasen nicht an Altersschwächen, dennoch ist klar, dass sich in einer solchen Situation viele die Frage stellen, wie lange das noch gehen kann. Und hier kommen wir zu den Gründen, die üblicherweise eine Rezession auslösen.

Da wären einmal externe Events, wie z.B. Kriege oder plötzliche Preisanstiege wichtiger Rohstoffe wie Öl. Weiters können große Ungleichgewichte, die einfach nicht mehr tragbar sind, in einer Rezession münden. 2008/2009 war das etwa der Fall.

Seit dem 2. Weltkrieg am häufigsten war aber eine Situation in der die Wirtschaft zu „überhitzen“ drohte und die Zentralbank die Zinsen erhöhte, um das zu verhindern. Der langjährige US-Notenbankvorsitzende McChesney Martin hat den Job der Zentralbank einmal mit „to take away the punch bowl just as the party gets going“ beschrieben. Klassischen Indikatoren nach sind wir gerade in der Phase in der die Party so richtig durchstartet. Würde in dieser Situation auch noch die Inflation ansteigen, würde die US-Notenbank wohl unter Druck kommen, die Zinsen deutlicher zu erhöhen, als derzeit vom Markt erwartet. Und das würden die Finanzmärkte negativ aufnehmen.

### **Gilt das nur für die USA oder auch für Europa?**

In Europa unterscheidet sich die Situation im Aggregat von der in den USA. Durch die Eurokrise gab es in Europa zum einen keine ununterbrochene Erholungsphase. Die aktuelle Erholung ist noch sehr jung. Dazu kommt, dass die Situation in Europa nicht sehr homogen ist. In einigen Ländern wie Deutschland hat man Hochkonjunktur. In einigen Ländern hat man eine sehr starke Erholung aber noch einen weiten Weg zur Überhitzung. Hier wäre etwa Spanien zu nennen. Und in einigen Ländern, wie z.B. Italien, ist die Erholung zwar da, aber immer noch sehr verhalten. Vor diesem Hintergrund unterscheiden sich die Situation in Europa und den USA deutlich.

### **Wenn wir von Inflation sprechen, was ist da gemeint?**

Heute haben die meisten großen Zentralbanken ein explizites Inflationsziel. So verfolgt die EZB das Ziel, die Inflationsrate auf mittlere Sicht unter, aber nahe 2 Prozent zu halten. Wenn Zentralbanken von Inflation sprechen, meinen sie damit eine Veränderung des Preisniveaus und nicht einzelner Preise. Diese Veränderung wird anhand eines repräsentativen Warenkorb gemessen. Der Warenkorb setzt sich aus Güter und Dienstleistungen zusammen, die so gewichtet sind, dass sie für die Gesamtbevölkerung repräsentativ sind. Wichtig ist, es geht nicht um einzelne Preise bzw. einzelne Teile der Bevölkerung, sondern um eine Veränderung des Preisniveaus.

### **Oft heißt es, die Inflation ist ohnehin nicht richtig gemessen und in Wahrheit viel höher. Worum geht es bei dieser Kritik?**

Das ist eines meiner Lieblingsthemen. Ich bin jetzt über 20 Jahre im Geschäft und fast immer, wenn es um Inflation geht, kommen zwei Themen. Die Inflationsrate stimmt nicht bzw. die Kerninflationsrate ist ein Blödsinn, weil es keine Menschen gibt, die nicht essen oder tanken müssen.

Zum ersten Punkt. Es liegt in der Natur der Sache, dass ein repräsentativer Warenkorb auf eine einzelne Person nicht passen kann, ja in der Regel nicht passen wird. Ich habe lange auf der Uni bzw. in der Erwachsenenbildung unterrichtet. Auch damals kam immer wieder der Einwand, dass die Inflation „gefälscht“ sei. Ich begann daher, die einzelnen Kursteilnehmer systematisch abzufragen, wie viel sie für die Hauptkategorien des Verbraucherpreisindex (VPI) ausgeben. Das spannende war, sobald man eine Gruppe von etwa 20 Personen hatte, waren die durchschnittlichen Ergebnisse in etwa dort, wo auch die Gewichte der Kategorien des Warenkorbs lagen, die dem VPI zugrunde liegen. Individuell war aber kaum jemand dort. Die Menschen unterscheiden sich in ihrem Konsumverhalten einfach massiv voneinander. Die Zentralbank hat aber nicht zur Aufgabe, die Veränderung des Warenkorbs des Gerold Permoser zu managen, sondern unser aller Warenkorb. Lange Rede, kurzer Sinn. Ich glaube, dass der dem VPI zugrundeliegende Warenkorb und damit die Inflationsdaten „richtig“ sind.

Auch die Kritik an der Kerninflation macht aus meiner Sicht wenig Sinn. Die Zentralbank hat die Aufgabe, die Inflation „unter Kontrolle zu halten“. Die Kerninflation ist die Inflation ohne die Komponenten Energie und Lebensmittel. Diese beiden Komponenten sind in der Regel volatil und vor allem, nicht wirklich von der Zentralbank zu steuern. Der Ölpreis reagiert zwar auch auf das Wirtschaftswachstum, wird aber viel stärker von anderen Faktoren getrieben. Und Lebensmittelpreise hängen vor allem vom Wetter ab. Stellen Sie sich folgende Situation vor. Eine Missernte führt zum Anstieg der Lebensmittelpreise. Die dadurch ausgelösten Unruhen führen zu einem Krieg im Mittleren Osten, der in einem Anstieg der Ölpreise resultiert. So ähnlich war es ja auch beim Arabischen Frühling, dem massive Anstiege der Lebensmittelpreise vorangegangen sind. Sollte die Zentralbank in dieser Situation, in der die verfügbaren Einkommen durch gestiegene Öl- und Lebensmittelpreise ohnehin schon zurückgehen, wirklich auch noch die Zinsen erhöhen? Es hätte keinen Einfluss auf die zugrundeliegenden Ursachen und würde das Problem nur verschlimmern. Das macht keinen Sinn. Die Kerninflation ist aus meiner Sicht deshalb das bessere Inflationsmaß für die Zentralbanken.

### **Die US-Notenbank spricht immer von PCE Core Deflator. Was verbirgt sich dahinter?**

Der PCE Core Deflator ist die Inflationszahl auf die sich seit 2012 das offizielle Inflationsziel der US-Notenbank bezieht. De facto hat die Fed aber schon Anfang der 2000er Jahre ihre Vorliebe für den PCE Core Deflator im Vergleich zum Konsumentenpreisindex durchscheinen lassen.

PCE steht für Personal Consumption Expenditure, Core für Kernrate und Deflator bedeutet, dass es sich hier um den Index

handelt, mit dem man die nominalen in die realen Konsumausgaben umrechnet.

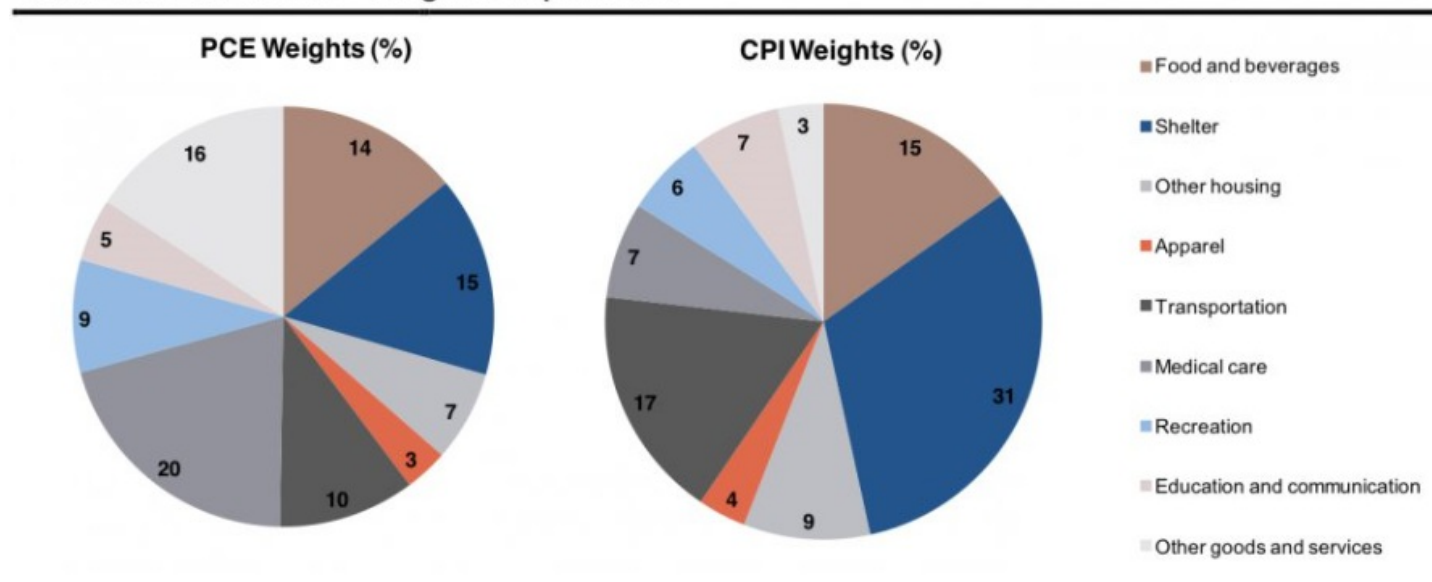
## Was ist der Unterschied zum Konsumentenpreisindex?

Ganz oberflächlich kann man sagen, dass der PCE Deflator auf einem breiteren Warenkorb als der Konsumentenpreisindex aufbaut. Der Warenkorb des PCE Deflators besteht zu ca.  $\frac{3}{4}$  aus dem Warenkorb des CPI plus einigem mehr. Hier spielen vor allem drei Effekte eine Rolle.

- Den ersten Effekt könnte man als Abdeckungseffekt (engl. *Scope Effect*) bezeichnen. Der CPI deckt das ab, was private Haushalte aus der eigenen Tasche für Konsum ausgeben. Der PCE Deflator misst hingegen, was vom Haushaltssektor oder von Dritten für den Haushaltssektor ausgegeben wird. Den größten Unterschied machen dabei die Gesundheitskosten aus. Nur ein kleiner Teil davon wird von Haushalten aus der eigenen Tasche beglichen. Der größte Teil kommt hingegen von Dritten. Entweder aus von Unternehmen angebotene Krankenversicherungen bzw. von Medicare und Medicaid, den beiden staatlichen Gesundheitsprogrammen. Die Kosten dieser indirekten Ausgaben werden im PCE Deflator berücksichtigt, weshalb dort der Anteil der Gesundheitskosten deutlich höher ist als im Konsumentenpreisindex.
- Einen zweiten großen Unterschied macht der Gewichtungseffekt (engl. *Weight Effect*) aus. Selbst wenn man dieselben Komponenten verwendete, können sich deren Gewichte im Warenkorb unterscheiden. Was sie aus verschiedenen Gründen auch tun.
  - Durch die breitere Zusammensetzung des PCE Deflators und das hohe Gewicht der Gesundheitsausgaben verschiebt sich das Gewicht der Wohnungsausgaben, die im CPI ca. 40 Prozent ausmachen, quasi automatisch nach unten.
  - Die Daten zur Ermittlung der beiden Warenkörbe stammen aus unterschiedlichen Quellen. Der Warenkorb hinter den Konsumentenpreisen baut auf Umfragen unter Konsumenten auf, der des PCE Deflators auf Umfragen unter Unternehmen. Unterschiedliche Begriffsabgrenzungen und Definitionen führen hier zu Unterschieden.
- Der letzte große Effekt ist der Formeleffekt (engl. *Formula Effect*). Dahinter steckt, dass Konsumenten auf Preisveränderungen durch eine Änderung ihres Konsumverhaltens reagieren. Stellen sie sich vor, dass der Preis von Lauch steigt, wie vor zwei Jahren der Fall. Konsumenten reagieren darauf, indem sie mehr Zwiebel oder Frühlingszwiebel kaufen. Der Konsumentenpreisindex reagiert darauf überhaupt nicht. Der PCE Deflator nimmt diese Reaktionen der Konsumenten mit auf und passt seinen Warenkorb systematisch an.

Am Ende des Tages unterscheiden sich die beiden Warenkörbe vor allem durch das unterschiedliche Gewicht von Gesundheit und Wohnen.

Chart 18: PCE vs CPI – weight comparisons



Source: Haver Analytics, SG Cross Asset Research/Economics

Neben dieser rein technischen Erklärung muss man auch festhalten, dass der PCE Deflator über den Zeitraum der letzten 20 Jahre ca. 0,5 Prozent niedriger war, als der entsprechende CPI. Nachdem die Fed 2012 zwar den Inflationsindex, nicht aber ihr Inflationsziel von 2 Prozent gewechselt hat, heißt das, dass damit automatisch das Inflationsziel der Fed (bezogen auf den CPI)

um ca. 0,5 Prozent angestiegen ist. Damit hat sich die Notenbank die Inflationslatte selber höher gelegt. Bedenkt man, dass die Inflation seit Jahren niedriger ist, als von den Notenbanken prognostiziert, vielleicht sogar zu hoch.

### **Wichtige rechtliche Hinweise:**

Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Entwicklungen.

### **Wichtige rechtliche Hinweise**

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle ERSTE-SPARINVEST Kapitalanlagegesellschaft m.b.H., Erste Asset Management GmbH und ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. Unsere Kommunikationssprachen sind Deutsch und Englisch. Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ veröffentlicht. Für die von der ERSTE-SPARINVEST Kapitalanlagegesellschaft m.b.H., Erste Asset Management GmbH und ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. verwalteten Alternative Investment Fonds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt und im Falle der ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ bzw. auf der Homepage unter [www.ersteimmobilien.at](http://www.ersteimmobilien.at) veröffentlicht. Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ sowie die Wesentliche Anlegerinformation/KID sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage [www.erste-am.com](http://www.erste-am.com) bzw. [www.ersteimmobilien.at](http://www.ersteimmobilien.at) abrufbar und stehen dem/der interessierten AnlegerIn kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen die Wesentliche Anlegerinformation/KID erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage [www.erste-am.com](http://www.erste-am.com) bzw. [www.ersteimmobilien.at](http://www.ersteimmobilien.at) ersichtlich. Diese Unterlage dient als zusätzliche Information für unsere AnlegerInnen und basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionschluss. Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse unserer AnlegerInnen hinsichtlich des Ertrags, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Da es sich hierbei um einen Blog handelt, werden die in den jeweiligen Einträgen angegebenen Daten und Fakten sowie Hinweise nicht aktualisiert. Diese entsprechen dem Redaktionsstand zum oben angeführten Datum. Die jeweils aktuellen Daten und Hinweise in Bezug auf Fonds entnehmen Sie bitte den Angaben unter dem Menüpunkt „Fondssuche“ auf [www.erste-am.at](http://www.erste-am.at).



## **Gerold Permoser**

Gerold Permoser ist seit Anfang April 2013 Veranlagungschef (Chief Investment Officer) der Erste Asset Management. In dieser Funktion verantwortet er die gesamten Asset Management Aktivitäten und Anlagestrategien aller Investmentfonds der Erste Asset Management Gruppe in Österreich, Deutschland, Kroatien, Rumänien, der Slowakei, Tschechien und Ungarn. Vor seinem Eintritt im Unternehmen übte er diese Funktion bei Macquarie Investmentmanagement Austria KAG aus. Permoser verfügt über Erfahrung im Veranlagungsbereich seit 1997.

Er begann seine Karriere als Fixed-Income Analyst in der Creditanstalt in Wien. Im Jahr 2000 wechselte er in das Fondsmanagement der Innovest KAG. Dort konnte er maßgebliche Akzente im Investmentbereich setzen und avancierte dann zum CIO (Leiter der Asset Allocation und des Research). Gerold Permoser studierte an der Universität Innsbruck und ist CFA-Charterholder. Er trägt an der Universität Wien und bei verschiedenen Post-Graduate Ausbildungen für Analysten und Portfoliomanager vor (z. B: bei der Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften, VÖIG).