

Die Inflationsrate in Deutschland ist von 1,7 % im Dezember 2016 auf 1,9 % im Januar 2017 angestiegen. Ein großer Teil dieser Erhöhung ist technisch getrieben und dementsprechend zu erwarten. Dennoch dürften die momentanen Inflationszahlen die Diskussion über die Sinnhaftigkeit der derzeitigen Geldpolitik schüren. Ein Thema, das von der IKB bereits aufgegriffen worden war (siehe [IKB Kapitalmarkt News 12. Januar](#)). Entscheidend für Geldpolitik und Sparer ist jedoch nicht die gegenwärtige Inflation, sondern die mittelfristige Entwicklung der Teuerungsrate. Ist der aktuelle Inflationsanstieg nachhaltig, werden die realen Renditen weiter sinken, und die realen Kurzfristzinsen könnten noch stärker ins Negative rutschen. Auf Sicht verschafft eine höhere Inflation der EZB jedoch Raum, um ihre Geldpolitik zu normalisieren, was letztendlich wieder zu positiven realen Renditen führen sollte. Die EZB geht in ihrer Prognose zwar von einem nachhaltigen, aber nur moderaten Anstieg der Inflation aus, und die Kurzfristzinsen dürften noch mindestens dieses und nächstes Jahr preisbereinigt negativ bleiben.

Abb. 1: Inflationsrate Deutschland; Veränderung ggü. Vorjahr in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB

Die Inflationsrate wird primär von drei Treibern bestimmt:

- Importpreise: beinhalten Wechselkurse und Rohstoffpreise,
- Lohnstückkosten: geben Auskunft über Lohnsteigerungen und Produktivität
- Kapazitätsauslastung: zeigt, inwieweit Unternehmen steigende Kosten weitergeben können und spiegelt die konjunkturelle Lage.

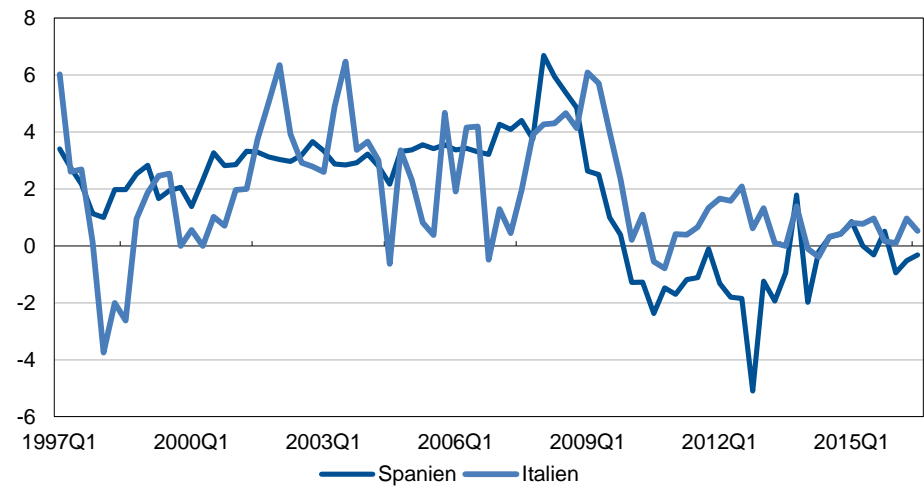
Importpreise sind oftmals der volatilste Treiber, da Rohstoffpreise oder Wechselkurse deutlichen kurzfristigen Korrekturen ausgesetzt sein können, wie auch aktuell zu erkennen ist. Entscheidend für eine Beschleunigung der grundsätzlichen Inflationsdynamik sind jedoch steigende Lohnstückkosten. Sie bergen aber auch die Gefahr einer Lohn-Inflationsspirale, während Veränderungen der Importpreise meistens nur einmalige Effekte darstellen. Entwickelt sich eine positive Eigendynamik der Lohnkostenentwicklung, u. a. als Folge einer konjunkturellen Erholung bzw. eines stabilen Arbeitsmarktes in der Euro-Zone, so unterstützt dies die Erwartung, dass die Teuerungsrate grundsätzlich zunimmt.

Arbeitsmarktreformen gehen oft mit einer Schwächung der Gewerkschaften einher. Höhere Löhne sind dann schwieriger durchzusetzen. Auch die strukturellen Reformen in Südeuropa zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit sind mit einem nur geringen Anstieg der Lohnstückkosten verbunden und zeigen die für erfolgreiche Reformen typischen Brüche bei der Lohnkostendynamik. Inflationsimpulse wirken lange nach: Höhere Löhne führen zu steigenden Lohnstückkosten, welche die Grundlage einer allgemein anziehenden Inflation bilden. Um diese Entwicklungen zu analysieren, ist eine fundamentale

Untersuchung des Arbeitsmarktes, der Reformen und der Lohnentwicklung nötig. Eine Analyse über die Entwicklung und über mögliche Veränderungen der Lohnstückkostendynamik kann einen ersten Aufschluss geben. Bei den vier großen Euro-Ländern lassen sich auf Grundlage empirischer Auswertungen folgende Einschätzungen ableiten:

- **Spaniens** Lohnstückkostendynamik unterscheidet sich aufgrund hoher Arbeitslosigkeit und daraus resultierender struktureller Veränderungen des Arbeitsmarktes fundamental von der Entwicklung vor der Finanzkrise. Die Wachstumsrate bei den Lohnstückkosten ist – trotz hohem BIP-Wachstum – deutlich niedriger als vor der Krise. Von allen vier Ländern weist Spanien die größte Veränderung bei der Lohndynamik auf.
- Ebenso ist bei **Italien** ein Bruch zu erkennen, auch wenn dieser weniger stark ausgeprägt ist. Hier scheint vor allem die schwache Konjunktur für die niedrigeren Lohnzuwächse verantwortlich zu sein. Da sich die gesamtwirtschaftliche Dynamik erst mittelfristig verbessern dürfte, ist in Italien erst auf Sicht mit nachhaltigen Inflationsimpulsen zu rechnen.

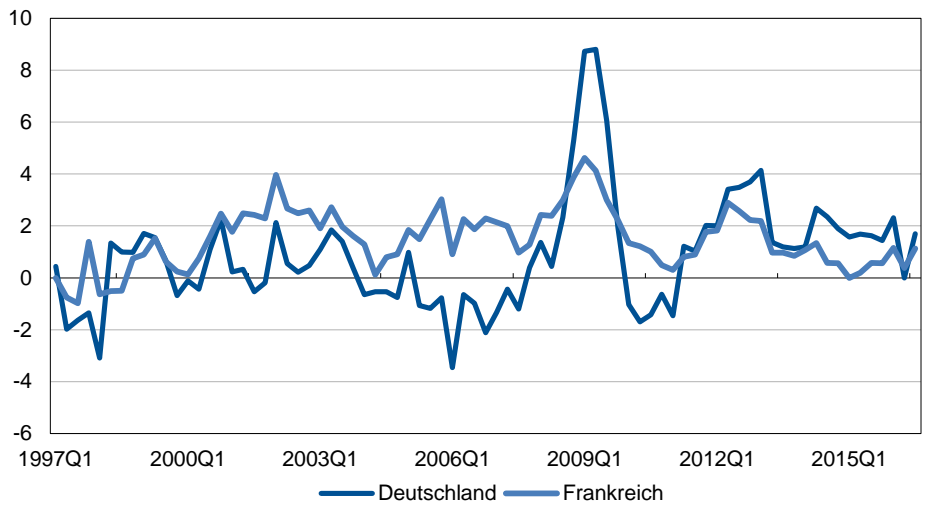
Abb. 2: Lohnstückkosten; Veränderung ggü. Vorjahr in %



Quelle: Eurostat

- Bei **Frankreich und Deutschland** ist keine fundamentale Veränderung des Lohnstückkostendrucks zu erkennen. Für Deutschland ist dies angesichts des robusten Arbeitsmarktes nicht verwunderlich. Hier scheint sich sogar eine höhere Lohnstückkostendynamik abzuzeichnen. Höhere Löhne, Vollbeschäftigung und ein moderates Wachstum heben die Wachstumsrate der Lohnstückkosten auch aufgrund eines moderaten Produktivitätsanstiegs. Empirisch ist festzuhalten, dass sich die Dynamik der Lohnstückkosten in Deutschland und Frankreich seit der Finanzkrise soweit verändert hat, dass Anstiege durchaus auch mittelfristig zu einer höheren Lohnstückkostenentwicklung führen können.
- Insbesondere im Falle **Frankreichs** ist diese Entwicklung aufgrund der hohen Arbeitslosenquote und des schwachen Wirtschaftswachstums enttäuschend. Es bestätigt die Einschätzung, dass sich Frankreich bei der effektiven Umsetzung von Reformen schwer tut.
- Das niedrige BIP-Wachstum drückt die aktuelle Lohnstückkostenentwicklung, und da kurzfristig von keiner nennenswerten Wachstumsbeschleunigung auszugehen ist, gilt für **Frankreich** genauso wie für **Italien** und **Spanien**: Eine zunehmende Eigendynamik des Lohnstückkostenwachstums, und damit der generellen Inflationsrate, ist bestenfalls mittelfristig zu erwarten. Entscheidend ist, dass die konjunkturelle Erholung in der Euro-Zone anhält. Doch wie EZB-Präsident Draghi nicht müde wird zu betonen, sind die Konjunkturrisiken anhaltend nach unten gerichtet.

Abb. 3: Lohnstückkosten; Veränderung ggü. Vorjahr in %



**Fazit**

Für dieses Jahr ist mit einer Inflationsrate von knapp unter 2 % in Deutschland und in der Euro-Zone zu rechnen. Der aktuelle Anstieg der Inflationsraten ist jedoch kein Indiz für eine sich stabilisierende Inflationsdynamik, sondern eher ein Indiz für den Einfluss von einmaligen Effekten wie den Ölpreis. Wie nachhaltig der Inflationsanstieg sein wird, hängt vor allem von der Entwicklung der Lohnstückkosten ab.

Die Inflationsdynamik in der Euro-Zone hat sich seit der Finanzkrise grundlegend verändert. Dies hat weniger mit Deflationsrisiken zu tun. Vielmehr haben hohe Arbeitslosenquoten und strukturelle Reformen die Dynamik der Lohnstückkosten verändert. Dies gilt vor allem für Spanien und Italien. Nur eine anhaltend gute Konjunktur wird in diesen Ländern wieder zu nachhaltig steigenden Löhnen führen. Ähnliches gilt für Frankreich. Kurzfristig ist zwar mit einem Anstieg der Inflationsrate zu rechnen, Sorgen über eine bevorstehende, eskalierende Inflationsrate in der Euro-Zone sind jedoch unangebracht. Auch in 2018 sollte die Inflationsdynamik deutlich unter 2 % liegen.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/ Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf  
Wilhelm-Böttkes-Straße 1  
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research  
Telefon +49 211 8221-4118

30. Januar 2017  
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG  
Rechtsform: Aktiengesellschaft  
Sitz: Düsseldorf  
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130  
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick  
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann  
Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz