

Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Neue Normalität und eine flachere Phillips-Kurve

Schon lange wird an der Sinnhaftigkeit der aktuellen Geldpolitik gezweifelt. Dabei ist es bis dato weder zu einem dramatischen Anstieg der Inflation noch zu einem erneuten konjunkturellen Einbruch gekommen. Im Gegenteil: Die Euro-Zone erholt sich nun schon seit vier Jahren ohne bedeutenden Inflationsdruck. Spiegelt dies eine neue Normalität oder nur temporäre Entwicklungen? Aktuell zeigt sich die Verunsicherung darin, dass über die Aussagekraft und Stabilität von Inflationsmodellen diskutiert wird. Stimmen die Modelle nicht mehr, erschwert das eine adäquate geldpolitische Ausrichtung. Zwar war die Aussagekraft volkswirtschaftlicher Modelle schon immer ein Thema, seit der Finanzkrise hat die Diskussion aber wieder an Fahrt gewonnen. Aktuell wird diese Thematik befeuert, da es seit den außerordentlichen geldpolitischen Maßnahmen schwierig geworden ist, zwischen einer nachhaltigen Veränderung und temporären Effekten zu unterscheiden.

Wie ihr jüngstes Sitzungsprotokoll signalisiert, scheint die Fed weiterhin darüber nachzudenken, warum die Inflationsrate trotz der aktuell geringen Arbeitslosenquote und der wirtschaftlichen Erholung nach wie vor so niedrig ausfällt. Dies wird formal dadurch erklärt, dass die Beziehung zwischen Inflationsrate bzw. Lohnwachstum und Arbeitslosenquote seit der Finanzkrise eher instabil geworden ist. So führt eine deutliche Reduzierung der Arbeitslosigkeit nicht zu dem zu erwartenden Anstieg der Löhne und letztendlich nicht zu einem Inflationsanstieg. Globalisierung, zunehmender Wettbewerb am Arbeitsmarkt, Reformanstrengungen, aber auch Probleme bei der Messung von Überkapazitäten aufgrund der niedrigen Erwerbsquote sind aktuell aufgeführte Gründe für die Abweichung von den Erwartungen (siehe [IKB-Kapitalmarkt-News 6. Oktober 2017](#)). Auch in der Euro-Zone liegen die Lohnsteigerungen unter den Erwartungen bzw. Modellprognosen. Dies lässt sich an der Aussage der EZB erkennen, bei ihren Prognosen der letzten Jahre die Höhe der Inflationsrate überschätzt zu haben.

Im Zentrum der aktuellen Diskussion über eine neue geldpolitische „Normalität“ steht die Phillips-Kurve, also die Beziehung zwischen Arbeitslosenquote und Inflation bzw. Lohnwachstum. Aufgrund der oben genannten Gründe scheint sich die Kurve verflacht zu haben: Eine gute Konjunktur bzw. sinkende Arbeitslosenquoten haben einen geringeren Einfluss auf Lohnanstiege als vor der Finanzkrise. Neben Globalisierung und Reformen, die den Lohndruck dämpfen, mag es noch einen weiteren Grund für verhältnismäßig moderate Lohnerhöhungen geben: Die durch die Finanz- und Eurokrise ausgelöste konjunkturelle Unsicherheit und die damit verbundenen Sorgen von Arbeitnehmern, die um ihr zukünftiges Einkommen bzw. ihre Arbeitsplatzsicherheit fürchten. So wie die Finanzkrise zu einem risiko-aversen und damit zögerlichen Investitionsverhalten bei Unternehmen geführt hat, könnte die Krise eine höhere Bereitschaft von Arbeitnehmern zu moderaten Lohnforderungen bewirkt haben. Auch mag der nominale Lohndruck gedämpft sein, weil die Inflationserwartungen grundsätzlich zurückgegangen sind.

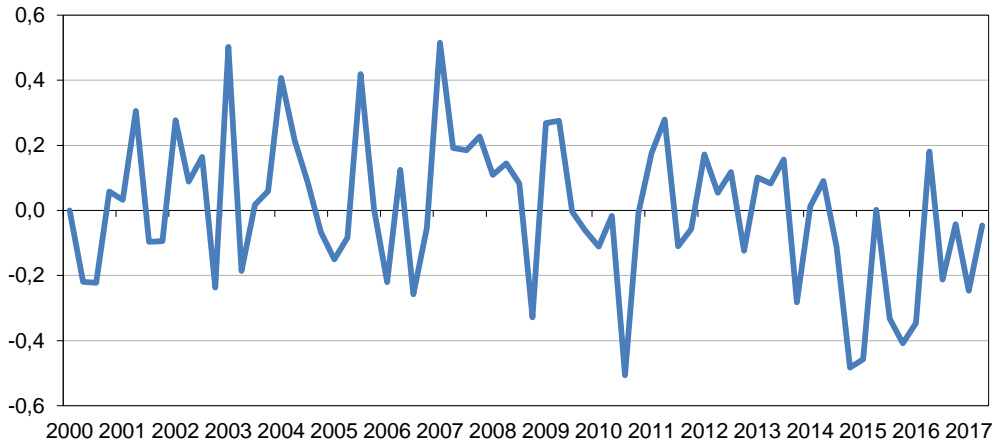
Die Instabilität der Phillips-Kurve ist nichts Neues und sollte keinen Volkswirt überraschen. Dies wurde bereits vor Jahrzehnten auf Grundlage von veränderten Inflationserwartungen deutlich. So hat Ende der 60er Jahre Milton Friedman die Phillips-Kurve aufgrund ihrer Instabilität als Ufo bezeichnet. Eine grundsätzliche Volatilität der Kurve würde allerdings auch bedeuten, dass die aktuelle Verflachung nicht als nachhaltig einzuschätzen ist. Grundsätzlich wird Inflation von Importpreisanstiegen, Entwicklungen der Lohnstückkosten sowie Kapazitätsauslastung bzw. Margenentwicklung von Unternehmen bestimmt. Lohnstückkosten werden wiederum durch Produktivität, Lohnentwicklung und die Anzahl der Arbeitnehmer bzw. ihrer geleisteten Stunden getrieben. So ergibt sich eine Vielzahl von Variablen und Interdependenzen, die die Inflationsrate beeinflussen. Ein vereinfachtes Verhältnis zwischen Arbeitslosigkeit und Lohnentwicklung – wie es die Phillips-Kurve postuliert – kann immer nur Teile der Arbeitsmarktdynamiken spiegeln.

Veränderungen der Inflationsdynamik am Beispiel Deutschlands

Auch für die deutsche Inflationsdynamik lassen sich seit der Finanzkrise deutliche Veränderungen erkennen. Diese beziehen sich nicht nur als Folge von Reformen auf den Arbeitsmarkt, sondern auch auf die direkten Treiber der Inflationsdynamik – also auf Importpreise und vor allem Lohnstückkosten. In den Jahren 2000 bis 2007 waren die Lohnstückkosten Haupttreiber der Inflationsrate. Seit der Finanzkrise hat sich der Einfluss einer Veränderung der Lohnstückkosten auf die Inflationsrate deutlich reduziert, während die Bedeutung der Importpreise zugenommen hat. Dies legt nahe, dass seit der Finanzkrise Kosten in Form von Lohndruck nicht mehr so vollständig weitergegeben werden wie vor der Finanzkrise. Damit entsteht bei den Unternehmen Margendruck als Folge steigender Lohnkosten. Eine Ursache hierfür ist sicherlich der zunehmende internationale Wettbewerb, was auch die zunehmende Bedeutung der Importpreisdynamik erklären würde. So wird verhindert, dass

steigende Lohnkosten fast schon automatisch an den Verbraucher weitergeleitet werden können. Grundsätzlich hätte ein Inflationsmodell aus der Zeit vor der Krise deshalb die Inflation überschätzt. Abb. 1 zeigt den Fehler eines entsprechenden Inflationsmodells. Der Prognosefehler hat sich seit der Finanzkrise systematisch nach unten bewegt – d. h., die eigentliche Inflation war niedriger als die geschätzte. Die empirischen Ergebnisse zeigen, dass es nicht nur Veränderungen bei der Arbeitsmarktdynamik sind, sondern auch Veränderungen im Preisbildungsprozess selbst, die eine neue Normalität geschaffen haben.

Abb. 1: Abweichung der deutschen Inflation* von der IKB-Modellschätzung; in %-Punkten

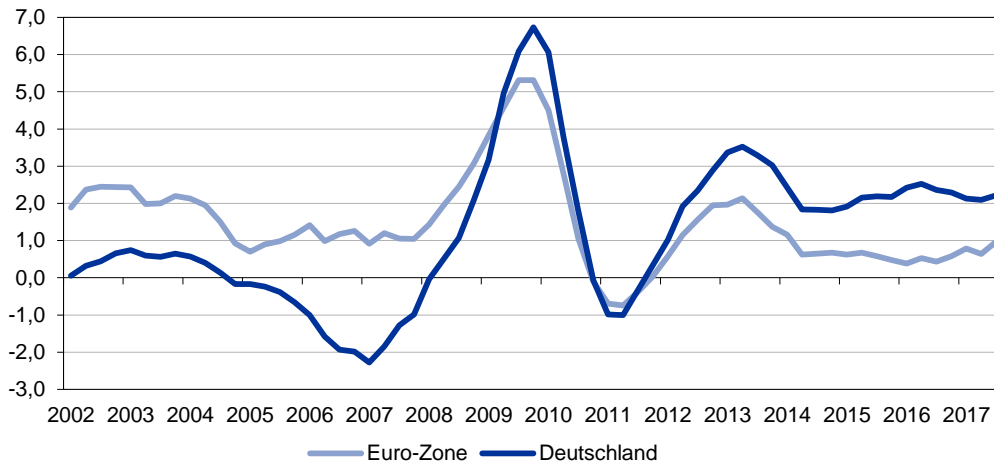


Quellen: Eurostat; IKB-Schätzung

* HVPI ohne Lebensmittel in % zum Vorquartal

Was die Phillips-Kurve angeht, haben sich für Deutschland durch die Arbeitsmarktreformen nicht nur nach der Jahrtausendwende Veränderungen ergeben, sondern ebenfalls seit der Finanzkrise. Grundsätzlich zeigt sich eine deutlich weniger sensitive Lohnentwicklung in Relation zur Veränderung der Beschäftigtenzahl. Trotz anhaltend hoher Auslastung auf dem Arbeitsmarkt ist der Einfluss der gestiegenen Erwerbstätigenzahl auf die Lohnentwicklung zurückgegangen. Gemäß Phillips-Kurve hätte das Gegenteil passieren müssen. Allerdings scheint auch der Einfluss der Inflationserwartung auf die Lohnentwicklung eine größere Rolle zu spielen. Dies würde bedeuten, dass die moderate Inflationsrate in den letzten Jahren einen dämpfenden Einfluss auf die Lohnentwicklung ausgeübt hat.

Abb. 2: Lohnstückkosten; Veränderung in % zum Vorjahresquartal



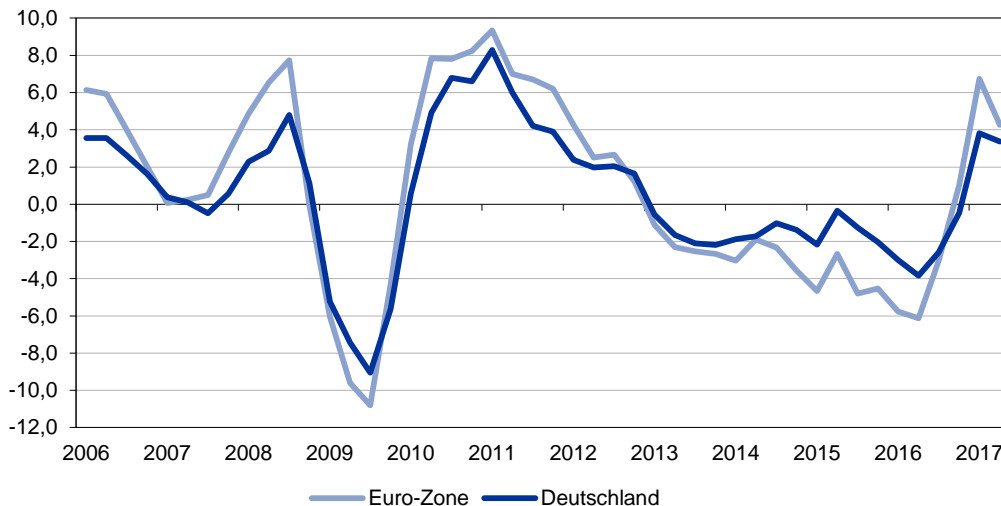
Quelle: Eurostat

Euro-Zone: Unterliegende Inflationsdynamik wird ansteigen

Während vor der Finanzkrise der deutsche Lohnstückkostenanstieg geringer ausfiel als der in der Euro-Zone, hat sich dieses Bild seit der Finanzkrise gedreht. Deutschland zeigt stabile, aber im Vergleich zum Euro-Raum höhere Lohnstückkostenanstiege. Seit Anfang 2016 erholen sich auch die Lohnstückkosten in der Euro-Zone, was in den Folgequartalen anhalten sollte. Denn die Phillips-Kurve der Euro-Zone mag zwar flacher geworden sein, doch sie verläuft sicherlich nicht horizontal und ist deshalb auch nicht irrelevant. Anhaltend gute Konjunkturdaten und eine sinkende Arbeitslosenquote werden demnach grundsätzlich, wenn auch womöglich in einem geringeren Maße, für steigende Lohnstückkosten und Inflationsdruck sorgen, was durch den erhöhten Einfluss der Importpreise noch verstärkt wird.

Die Importpreise waren in Deutschland zwischen dem ersten Quartal 2013 und dem vierten Quartal 2016 gesunken. Erst seit 2017 steigen sie wieder. Ein ähnliches Bild ergibt sich für die Euro-Zone. So ist die niedrige Inflationsrate der letzten Jahre nicht nur Folge struktureller Veränderungen am Arbeitsmarkt, sondern ebenfalls durch globale Umstände entstanden – auch weil die Importpreise an Einfluss gewonnen haben. Sie haben in den letzten Jahren die Inflationsrate gedämpft und trotz steigender Lohnstückkosten von durchschnittlich rund 1,8 % in den Jahren 2000 bis 2017 zu einer deutlich niedrigeren Inflationsrate in Deutschland geführt (1,1 %). Dieser negative Effekt scheint allerdings nun ausgelaufen zu sein. Mit dem positiven globalen Konjunkturverlauf ist auf Sicht mit einer anhaltenden Zunahme der Importpreise zu rechnen – vor allem, wenn der Euro-Wechselkurs nicht erneut bzw. weiter aufwertet. Aktuell zeigen somit die Lohnstückkosten sowie die Importpreise einen gleich verlaufenden Anstieg, der durchaus anhalten sollte und die unterliegende Inflationsdynamik in der Euro-Zone und in Deutschland zumindest in 2018/19 festigen wird.

Abb. 3: Importpreise; Veränderung in % zum Vorjahresquartal



Quelle: Eurostat

Fazit: Der Einfluss der Arbeitslosenquote auf die Lohnentwicklung hatte sich in den letzten Jahren reduziert, was zu einer Inflationsrate führte, die niedriger war, als erwartet. Gleichzeitig scheint sich der Einfluss der Lohnstückkosten auf die Inflationsdynamik ebenfalls verringert zu haben, da Unternehmen verstärkt im internationalen Wettbewerb stehen und Kosten nicht mehr so leicht weiterreichen können, wie angesichts der guten Konjunktur eigentlich zu erwarten wäre.

Importpreise hingegen spielen für die Inflationsrate eine immer wichtigere Rolle. Während sie in den vergangenen Jahren die Teuerung eher gebremst haben, sind sie in Deutschland und in der Euro-Zone in diesem Jahr deutlich angestiegen. So ist das Prognoserisiko einer Inflation von über 1 % in 2018 trotz der aktuellen Diskussion rund um eine anhaltend niedrige Inflationsdynamik ausgeglichen. Die EZB sollte deshalb die Rückführung ihres Aufkaufprogramms nachhaltig vorantreiben.

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

19. Oktober 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