

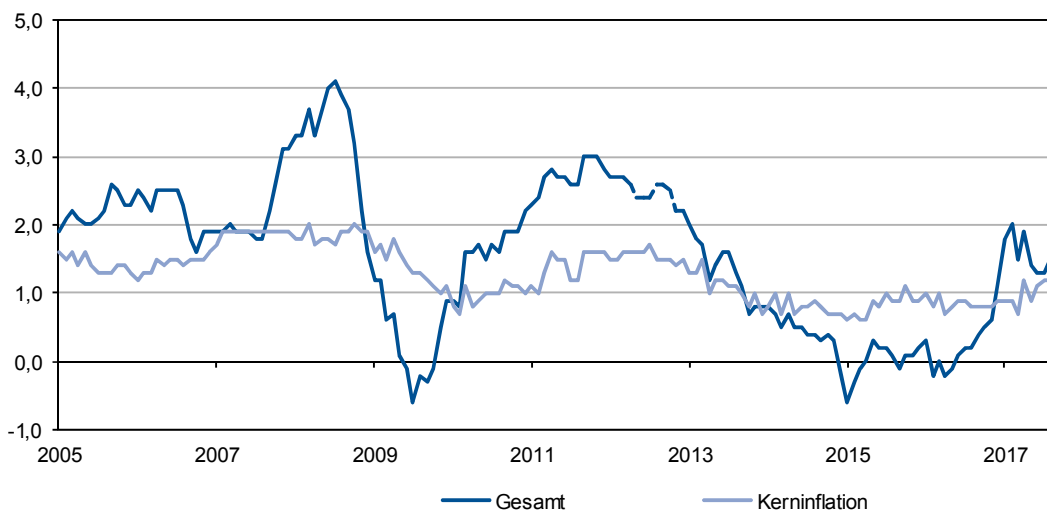
Dr. Klaus Bauknecht  
[klausdieter.bauknecht@ikb.de](mailto:klausdieter.bauknecht@ikb.de)

## Finanzkrise, Globalisierung und sich ändernde Dynamiken

Die aktuellen Inflationsprognosen der EZB liegen bei 1,5 % für 2017, 1,2 % für 2018 und 1,5 % für 2019. Der für 2018 prognostizierte Rückgang dürfte auch auf Ölpreiseffekte zurückzuführen sein und sollte deshalb nicht überbewertet werden. Die Kerninflation (Inflation ohne Öl- und Nahrungsmittelpreise) sollte laut EZB jedoch kaum ansteigen und weiterhin deutlich unter 2 % verharren – selbst im übernächsten Jahr. So wird von keiner grundsätzlich anziehenden Inflationsrate ausgegangen und dies, obwohl sich die Euro-Zone im vierten Jahr in Folge in einer stabilen konjunkturellen Erholungsphase befindet, und diese auch über den Prognosehorizont hinaus anhalten soll. Die gute Konjunkturlage hat zur deutlichen Reduzierung der Arbeitslosenquote in der Euro-Zone von ihrem Höchststand (12,1 % in Mai 2013) auf aktuell 9,1 % geführt.

Traditionell deutet eine sinkende Arbeitslosenquote auf steigenden Lohndruck und somit ultimativ auf eine steigende Inflationsdynamik hin. Volkswirte verweisen hier oftmals auf die Phillips-Kurve, die eine feste Beziehung zwischen der Inflationsrate und der Arbeitslosenquote postuliert. Allerdings hat sich die Phillips-Kurve grundsätzlich als relativ instabil erwiesen; denn volatile Rohstoffpreise verhindern in Kombination mit Wirtschaftsdynamik, sich verändernden Inflationserwartungen und strukturellen Veränderungen auf dem Arbeitsmarkt eine stabile Beziehung zwischen Arbeitslosenquote und Inflation. Dennoch stellt sich aktuell die Frage, ob angesichts eines anhaltend guten Konjunkturausblicks für die Euro-Zone die Inflationsrisiken unterschätzt werden.

Abb. 1.: Inflationsentwicklung der Euro-Zone; Veränderung gegenüber Vorjahr; in %



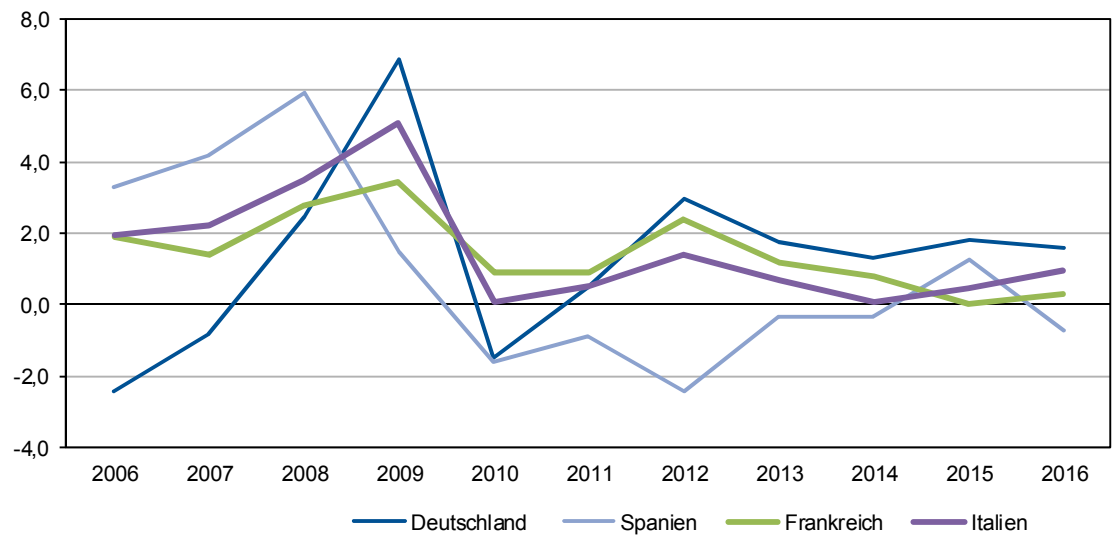
Quelle: Eurostat

Die EZB betont, dass basierend auf traditionellen Modellen wie der Phillips-Kurve die Inflationsrate in den letzten Jahren eher überschätzt worden ist, sprich: Die Inflation lag eigentlich immer niedriger, als von der EZB erwartet. So hätte sie in Folge der Finanzkrise von 2009 deutlich niedriger sein müssen und in den Jahren darauf entsprechend höher. Dies wird zum Teil durch eine größere Bedeutung der Importpreise aufgrund einer anhaltenden Globalisierung der Wirtschaft bzw. Vernetzung der Produktionsprozesse erklärt. Globalisierung erhöht nicht nur die Bedeutung von Importpreisen für den lokalen Preisbildungsprozess, vor allem sorgt sie auch für eine sich verändernde Lohndynamik. So hat die Globalisierung bewirkt, dass internationaler Wettbewerb die Verhandlungspositionen von lokale Gewerkschaften und Arbeitnehmern generell eher geschwächt hat. Hinzu kommt der Einfluss von Arbeitsmarktreformen, die ein zunehmender internationaler Wettbewerb fordert. Das erhöht den Druck auf die Lohnstückkosten und hat zur Folge, dass die Phillips-Kurve vor allem seit der Finanzkrise flacher geworden ist: Erst eine deutliche Reduzierung der Arbeitslosenquote und somit ein Anstieg der Kapazitätsauslastung durch eine anhaltende Erholung der Nachfrage würde zu Inflationsdruck führen. Die Inflationsrate ist also bei einer gewissen Arbeitslosenquote niedriger, als dies vor der Finanzkrise erwartet worden wäre bzw. der Fall war. Die EZB betont allerdings in einem jüngeren Kommentar, dass sich bei ihren aktuellen Schätzungen eine Gegenbewegung abzeichnet.

Eine instabile Phillips-Kurve ist auch in den USA zu erkennen. Angesichts einer Arbeitslosenquote von 4,4 % im August, dies entspricht fast einer Vollbeschäftigung, würden traditionelle volkswirtschaftliche Modelle sicherlich eine deutlich höhere Inflationsrate erwarten lassen als dies aktuell der Fall ist. Doch die Arbeitslosenzahlen sind nicht immer der Maßstab für Lohndruck. In den USA ist die eigentliche Arbeitslosenquote deutlich höher als die offiziellen Zahlen andeuten, da die Erwerbsquote seit der Finanzkrise stark gefallen ist und sich viele Menschen vom Arbeitsmarkt verabschiedet haben. In Europa mag es anders herum sein. Hier dürfte das soziale Netz viele Arbeitslose auffangen, sodass auch bei einer relativ hohen Arbeitslosenquote die Löhne steigen. Reformen und der Abbau von sozialen Zuschüssen würde dem entgegenwirken und erklären, warum die Löhne in vielen Ländern trotz sinkender Arbeitslosenquote kaum steigen.

Arbeitsmarktreformen würden bewirken, dass eine Abwertung des Euro mittelfristig zu einer Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit führt, was den Einfluss der Geldpolitik auf die Realwirtschaft erhöht. Eine Abwertung wird in Kombination mit Arbeitsmarktreformen klare und anhaltende Signale eines preislichen Wettbewerbsvorteils schaffen und somit eine Veränderung der Angebotsseite hin zu einer globalen Neuaufstellung fördern. Das bedeutet im Umkehrschluss aber auch, dass eine Abwertung nur wenig Inflationsdruck über steigende Löhne generiert und reales Einkommen zumindest kurzfristig unter Druck setzen könnte. Die anhaltende Globalisierung erhöht in Kombination mit relativ schwachem globalem Wachstum und lokalen Arbeitsmarktreformen die Bedeutung des Wechselkurses als Steuerungsinstrument der geldpolitischen Ziele. Deshalb ist es nicht überraschend, dass Notenbanken weltweit gegen einen deutlichen Aufwertungsdruck ihrer Währung vorgehen und für einen Gleichlauf ihrer Politik sorgen.

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



Quellen: Eurostat; IKB

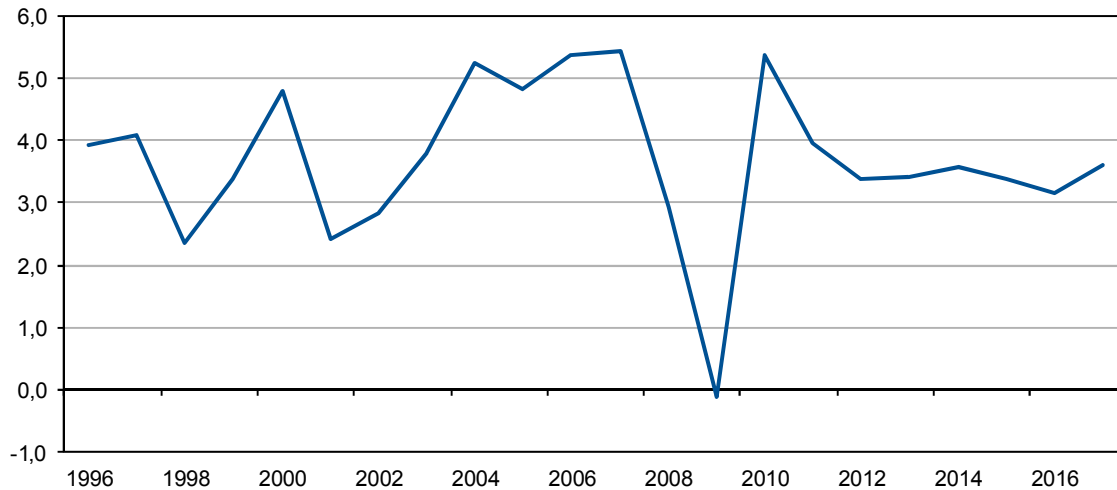
Was den Einfluss von globalen Faktoren auf den lokalen Preisbildungsprozess betrifft, scheint es für die Euro-Zone teils widersprüchliche empirische Ergebnisse zu geben. Manche Studien bestätigen die Bedeutung der globalen Integration für die Inflationsentwicklung, während andere keinen direkten Einfluss von globalen Faktoren auf den Preisbildungsprozess der Euro-Zone bestätigen können. Allerdings geht es nicht nur um den direkten Einfluss, sondern auch um den indirekten Einfluss auf den europäischen Arbeitsmarkt und die Lohndynamik. Im Falle der deutschen Inflationsdynamik gibt es durchaus empirische Ergebnisse, die die Auffassung stützen, dass die Preisdynamik mehr und mehr von globalen Treibern wie Wechselkursen und globalen Preisentwicklungen beeinflusst wird. Dies ist vor allem seit der Finanzkrise erkennbar. So ist die Bedeutung von Importpreisen, die den Einfluss von Wechselkursen, Rohstoffpreisen und globaler Kapazitätsauslastung spiegeln, im deutschen Inflationsprozess seit der Finanzkrise deutlich angestiegen. Einer flachere Phillips-Kurve ist hingegen schwieriger zu belegen. Die deutsche Lohnentwicklung hat vor allem zu Anfang der Jahrtausendwende in Folge von Reformen, aber auch durch die zunehmende Öffnung der Volkswirtschaft deutliche Veränderungen erfahren. Bekanntlich haben Länder wie Italien oder Frankreich diesen Weg noch vor sich.

### Implikation für die Geldpolitik

Ein erhöhter globaler Einfluss bedeutet, dass bei steigender globaler Kapazitätsauslastung der Inflationsdruck in der Euro-Zone zulegen sollte. Die letzten Jahre waren jedoch eher von einem schwachen globalen Umfeld gekennzeichnet – die Konjunktur vieler Schwellenländer, Chinas, der USA und der Euro-Zone zeigte sich anfällig. 2017 hingegen ist mit einem globalen Wirtschaftswachstum von bis zu knapp über 3,5 % zu rechnen. Ein globaler konjunktureller Gleichauf sollte die

Kapazitätsauslastung erhöhen. Allerdings bleibt das globale Wachstum deutlich unter dem Vorkrisenniveau, auch wenn es sich dank der Notenbankpolitik als relativ stabil zu erweisen scheint. Deshalb sind auch weiterhin weder eine dynamische globale Konjunktur noch eine steigende Kapazitätsauslastung zu erwarten. Auch Rohstoffpreise dürften moderat bleiben und sollten ähnlich wie Preise von produzierten Gütern nicht zu Inflationsdruck in der Euro-Zone führen. Die überschaubare globale Kapazitätsauslastung und ein moderater Importpreisdruck sollten den preislichen Wettbewerbs- und Reformdruck auf dem europäischen Arbeitsmarkt hoch halten. Dementsprechend tut die EZB gut daran, ihre Politik weiterhin auf einen relativ schwachen Euro-Devisenkurs hin auszurichten, auch um die Reformbereitschaft auf dem europäischen Arbeitsmarkt nicht überzustrapazieren.

Abb. 3.: Reales Welt-BIP-Wachstum\*; Veränderung gegenüber Vorjahr; in %



\* basierend auf Kaufkraftparitäten  
 Quellen: E.I.U.; IKB

Das globale Wachstum deutet nicht auf Risiken hin, die kurzfristig zu Ausschlägen bei der Inflationsrate führen könnten. Dies bedeutet einerseits, dass die EZB sich mit einer geldpolitischen Wende Zeit lassen kann. Dies gilt selbst dann, wenn sich die Verflachung der Phillips-Kurve als nicht nachhaltig erweist. Denn letztendlich wird die Inflation von der Geldmengenausweitung getrieben. Hier gibt es keine Anzeichen einer Überhitzung, die kurzfristige Reaktionen oder Strategiewechsel benötigt. Es mag allerdings auch sein, dass die EZB auch ohne eine deutlich anziehende Inflation ihre Geldpolitik neu ausrichten könnte. Denn hat die EZB das Ziel, perspektivisch eine Normalität in Geld- und Zinspolitik zu erreichen, ist eine niedrige Inflationsentwicklung alleine kein Hindernis. Voraussetzung bleibt allerdings, dass die Konjunkturdaten in der Euro-Zone weiter stimmen. Noch scheint die EZB nicht überzeugt zu sein, dass der Konjunkturausblick von einer geldpolitischen Wende unberührt bleibt.

**Fazit:** Bei einem anhaltenden und synchron verlaufenden globalen Wirtschaftswachstum sollte die Kapazitätsauslastung weiter zulegen, was auch die Inflationsdynamik in der Euro-Zone beeinflusst. Dafür verantwortlich sind globale Parameter wie Importpreise, aber auch internationale Lohnstückkosten.

Allerdings deutet die Mehrzahl der Prognosen auf ein globales Wachstum hin, das in diesem und im nächsten Jahr immer noch deutlich unterhalb früherer Niveaus liegt bzw. liegen wird. So wird es trotz der robusten Erholung in der Euro-Zone wohl kaum zu einem deutlichen Inflationsanstieg kommen, auch weil die Geldmenge weiterhin eher überschaubar wächst und der europäische Arbeitsmarkt reformbedürftig bleibt.

Die EZB steht daher perspektivisch und trotz niedriger Zinsen kaum unter Handlungsdruck. Erst wenn sich die Konjunktur der Euro-Zone selbst trägt, gibt das der EZB Raum, über eine Zinswende nachzudenken; dann allerdings auch bei relativ niedriger Inflation.

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-Bötzkens-Straße 1  
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research  
Telefon +49 211 8221-4118

6. 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