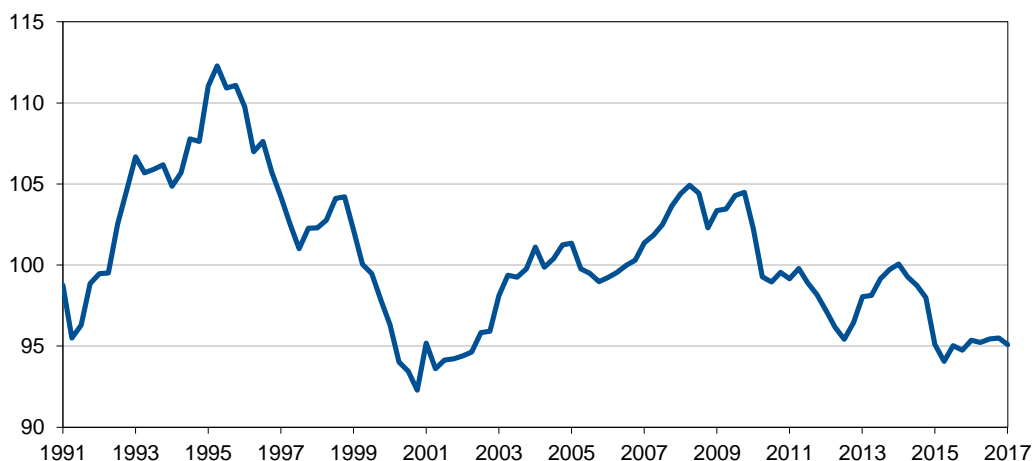


## **Dynamik von Lohnkosten und Euro-Devisenkurs bergen Risiken**

Die meisten Volkwirte haben der deutschen Wirtschaft eine anhaltend robuste Konjunktur mit Vollbeschäftigung prophezeit. In solch einem positiven Umfeld ist es nicht verwunderlich, dass die realen Lohnanstiege bereits seit mehreren Jahren höher als das Produktivitätswachstum ausfallen. So sind die Lohnstückkosten seit 2008 um über 20 % gestiegen. Durch die Abwertung des Euro wurde dieser Lohndruck bei exportorientierten Unternehmen zum Teil ausgeglichen, da der effektive Wechselkurs preisbereinigt für Deutschland seit 2009 um rund 10 % abgewertet hat. (siehe auch [IKB-Kapitalmarkt-News vom 30. Juni 2017](#)).

Die aktuell gute Konjunkturlage ist auch eine Folge der durch das EZB-Aufkaufprogramm seit 2008 und hierbei insbesondere im Verlauf des Jahres 2014 induzierten realen effektiven Abwertung. Bis auf die Phase der Euro-Einführung hat sich seit der Wiedervereinigung der preisbereinigte effektive Wechselkurs für Deutschland nicht mehr auf einem solch niedrigen Niveau befunden wie aktuell. Entscheidend ist auch, dass der Kurs schon seit rund zwei Jahren auf diesem Niveau verweilt und somit klare Wettbewerbsvorteile schafft. Die aktuelle Entwicklung des EUR/US-\$-Wechselkurses, aber auch die erwartete Beendigung des EZB-Ankaufprogramms lassen eine tendenzielle Euro-Aufwertung nicht unwahrscheinlich erscheinen.

Abb. 1: Realer effektiver Wechselkurs für Deutschland, Index 2010=100



Quelle: BIS

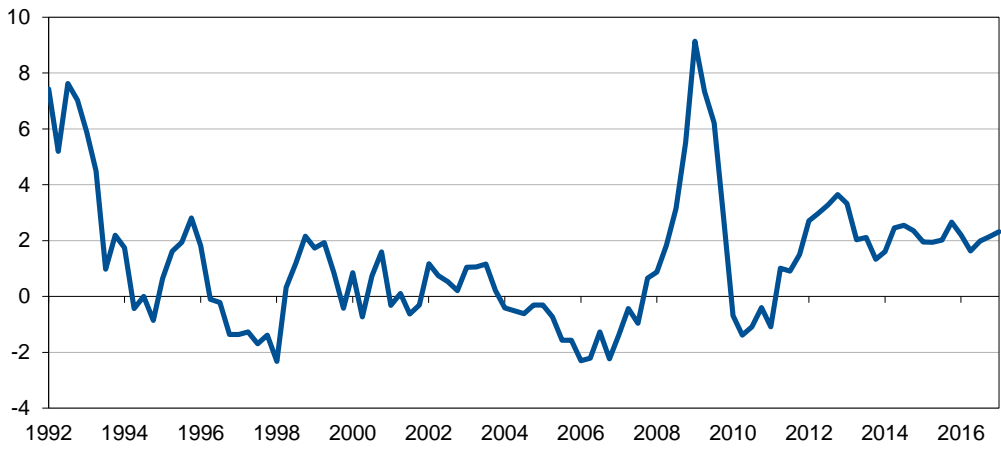
Eine Euro-Aufwertung würde sicherlich eine wichtige Säule des aktuell positiven Umfelds für das deutsche Verarbeitende Gewerbe ins Wanken bringen und perspektivisch auch den Rekordüberschuss der deutschen Leistungsbilanz (rund 286 Mrd. € in 2016) reduzieren. Doch wie bedeutend ist der Wechselkurs für das Verarbeitende Gewerbe? Und was lässt sich für einzelne Branchen ableiten? In welchem Maße werden ein weiterhin robuster Anstieg der Lohnstückkosten sowie eine perspektivische Aufwertung des realen effektiven Wechselkurses das Wachstum der deutschen Wirtschaft und vor allem des Verarbeitenden Gewerbes belasten?

## **Verarbeitendes Gewerbe zeigt hohe Sensitivität**

Das Verarbeitende Gewerbe hat eine deutlich höhere Sensitivität zu Veränderungen der Lohnstückkosten und des Wechselkurses als das BIP insgesamt. Angesichts des Offenheitsgrades des deutschen Verarbeitenden Gewerbes und des erhöhten Wettbewerbsdrucks im Vergleich zur Gesamtwirtschaft ist dies nicht völlig überraschend. Anhaltend steigende Lohnstückkosten und eine Aufwertung des Euro-Devisenkurses würden aufgrund der hohen Exportquote vor allem die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes belasten. Zwar fällt seit der Wiedervereinigung das jährliche Wachstum des

deutschen BIP und der Produktion des Verarbeitenden Gewerbes mit durchschnittlich rund 1,4 % fast gleich hoch aus, allerdings ist die Volatilität des Verarbeitenden Gewerbes zwei- bis dreimal so hoch wie die der Gesamtwirtschaft, was aufgrund der hohen Sensitivität des Verarbeitenden Gewerbes zu wichtigen Treibern wie Lohnstückkosten und Devisenkurse nicht überraschend ist. Empirische Schätzungen deuten darauf hin, dass der Einfluss einer Veränderung des Devisenkurses auf die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes rund doppelt so hoch ist wie für das BIP. Reduziert sich also das BIP-Wachstum in Folge einer Euro-Aufwertung um 1 %-Punkt, läge der Wachstumsverlust im Verarbeitenden Gewerbe nach IKB-Schätzungen bei rund 2 %-Punkten. Noch ausgeprägter sind die Ergebnisse für die Lohnstückkosten. Eskalierende Lohnstückkosten, die zu einem BIP-Wachstumsrückgang von 1 %-Punkt führen, würden einen Wachstumsverlust von rund 4 %-Punkten im Falle des Verarbeitenden Gewerbes bedeuten. Eine derartige Schrumpfung des BIP um 1 %-Punkt wäre allerdings nur unter extremen Annahmen bzgl. der Entwicklung der Lohnstückkosten zu erwarten.

Abb. 2: Deutsche Lohnstückkosten, Veränderung in Prozent zum Vorjahr



Quelle: Statistisches Bundesamt

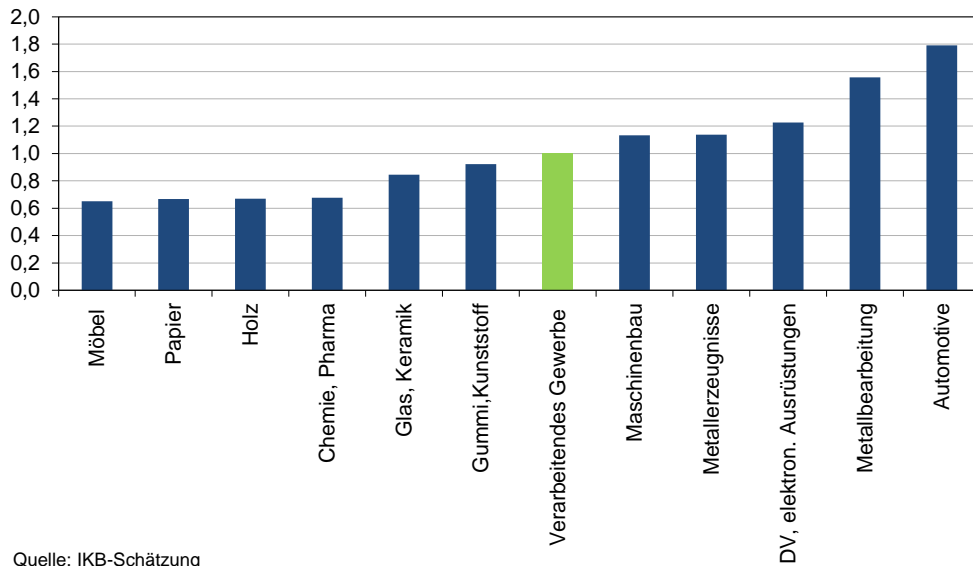
Im Folgenden wird der Einfluss einer graduellen Aufwertung des realen effektiven Wechselkurses um insgesamt rund 7,5 % (gradueller Indexanstieg von 95 auf den langjährigen Durchschnitt von knapp über 100) bei weiterhin konstantem Wachstum der Lohnstückkosten von 2 % pro Jahr simuliert. Seit 2012 stiegen diese jährlich um knapp über 2 % an. Die angenommene Aufwertung des Wechselkurses kommt einem jährlichen Anstieg des in Abb. 1 gezeigten Index von ebenfalls rund 2 % pro Jahr über den Simulationszeitraum gleich. Ergebnisse deuten darauf hin, dass solch eine Aufwertung das BIP-Wachstum um 0,3 Prozentpunkte und das Wachstum des Verarbeitenden Gewerbes um 0,7 Prozentpunkte pro Jahr belasten könnte. **So deutet ein möglicher Aufwertungsdruck auf Wachstumsrisiken für die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes in Deutschland hin, vor allem, wenn die Dynamik der Lohnstückkostenentwicklung unverändert bleibt.**

**Brancheneinfluss im Einzelnen**

Welche Branchen wären von einer Aufwertung besonders betroffen? Ein branchenspezifischer Einfluss hat sich statistisch als nicht signifikant erwiesen. Dies bedeutet jedoch nicht, dass der Devisenkurs keinen differenzierenden Einfluss hat. Branchenkonjunkturen mögen auf eine Auf- oder Abwertung durchaus unterschiedlich reagieren, allerdings lässt sich dies aggregiert nur schwer abbilden, vor allem, wenn Branchen auf Unternehmensebene Gegenmaßnahmen umsetzen, die den Einfluss einer Abwertung auf die Nachfrage kompensieren.

Es ist festzuhalten, dass Branchen sehr wohl eine unterschiedliche Dynamik in Folge einer Wachstumsveränderung des gesamten Verarbeitenden Gewerbes aufweisen. Hierzu können statistisch bedeutende und branchenspezifische Varianten identifiziert werden. Abb. 3 zeigt den Wachstumsrückgang ausgewählter Branchen, der sich bei einem Sinken des Wachstums des Verarbeitenden Gewerbes von 1 %-Punkt ergeben würde. Nicht überraschend sind es vor allem die konjunktursensitiven Branchen wie Automobilindustrie und Metallbearbeitung, die eine hohe Sensitivität zur Veränderung der Wachstumsdynamik des Verarbeitenden Gewerbes aufweisen.

Abb. 3: Wachstumsverluste der Branchen in Prozentpunkten - bei einem Prozentpunkt-Wachstumsverlust des gesamten Verarbeitenden Gewerbes



Quelle: IKB-Schätzung

**Fazit:** Für die deutsche Wirtschaft befindet sich der preisbereinigte effektive Wechselkurs nun schon länger auf einem historisch niedrigen Niveau. Doch die absehbare EZB-Geldpolitik sowie aktuelle Entwicklungen beim EUR/US-\$-Devisenkurs lassen die Sorge aufkommen, dass der effektive Wechselkurs nach Jahren einer tendenziellen Schwäche nun perspektivisch aufwerten könnte. Empirische Analysen zeigen, dass die Wachstumssausichten des deutschen Verarbeitenden Gewerbes hiervon negativ beeinflusst werden würden. Zudem fallen die negativen Auswirkungen auf das Verarbeitende Gewerbe größer aus als auf das gesamte BIP in Deutschland. Im Umfeld einer effektiven Euro-Aufwertung wären eine moderate Lohnstückkostenentwicklung bzw. eine erneute Zurückhaltung bei Lohnerhöhungen wünschenswert. Dies scheint angesichts der niedrigen Arbeitslosenquote jedoch unrealistisch zu sein. Umso wichtiger wird damit eine anhaltend gute globale Konjunkturentwicklung. Die IKB erwartet ein Produktionswachstum des deutschen Verarbeitenden Gewerbes von 2,2 % für 2017 und von 1,8 % für 2018.

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

13. Juli 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