



Autor: Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Editor: Patrick von der Ehe
patrick.ehe@ikb.de

Fazit: Die meisten Notenbanken sehen eine langfristig orientierte Inflationserwartung als Anker für stabile Teuerungsraten. Kurzfristige Preisfluktuation hätte somit keine Bedeutung für den Inflationsverlauf oder die Realwirtschaft.

Jüngste Studien kommen jedoch zu anderen Ergebnissen, insbesondere, wenn die Inflationsrate spürbare Überreaktionen zeigt. So hat auch der aktuelle allgemeine Preisanstieg trotz einer stabilen historischen Inflationsrate dazu geführt, dass große Unsicherheit über den zukünftigen Inflationsverlauf herrscht.

Dies wird zusammen mit der zunehmenden Volatilität auch die deutsche Lohnentwicklung im Jahr 2022 prägen. Erholt sich die Konjunktur wie erwartet, sind Tariflohnerhöhungen von bis zu 4 % im kommenden Jahr möglich – der höchste Anstieg seit 25 Jahren. Eine Lohn-Inflationsspirale ist dennoch nicht zu erwarten, da es in einer offenen, wettbewerbsintensiven Volkswirtschaft wie der deutschen nur begrenzten Spielraum für Preiserhöhungen gibt.

Inflation: Langfristige Erwartungen von geringer Bedeutung,

Die Notenbanken verweisen darauf, dass langfristige Inflationserwartungen verankert sind bzw. immer noch unter dem Inflationsziel liegen. Damit wäre die mittel- bis langfristige Inflationsdynamik ebenfalls fixiert. Schließlich würde, so die Argumentation, auch der Preisbildungsprozess in der Wirtschaft für Verbraucherpreise und Löhne von langfristigen Inflationserwartungen bestimmt. Nur im Fall von zunehmenden langfristigen Inflationserwartungen würden Preise nach oben getrieben, was dann eine höhere Inflation mit sich brächte. Somit ist nach Einschätzung vieler Experten die Glaubwürdigkeit einer Notenbank abhängig von stabilen Inflationserwartungen. Ist die Notenbank glaubwürdig, dann orientieren sich Erwartungen am langfristigen Inflationsziel und nicht an der jeweils aktuellen Inflationsrate (s. auch [IKB-Kapitalmarkt-News 7. Oktober 2021](#)). Eine neue Studie der US-Notenbank (s. [Why Do We Think That Inflation Expectations Matter for Inflation? \(And Should We?\)](#)) deutet jedoch daraufhin, dass langfristige Inflationserwartungen bei Weitem nicht die Bedeutung für den Inflationsprozess und die Realwirtschaft haben, wie es Notenbanken und die volkswirtschaftliche Theorie unterstellen.

... vielmehr sind Überraschungen entscheidend – vor allem für die Lohnentwicklung

Wird Inflation nicht von langfristigen Erwartungen getrieben, dann ist die Inflationsentwicklung auch nicht von diesen abhängig. Es ist eher andersherum, spricht die Inflation, vor allem wenn sie deutlich nach oben oder unten überrascht, bestimmt die kurzfristigen Erwartungen. Dies wird besonders deutlich bei der Lohnentwicklung, die eher von der aktuellen Teuerung bzw. Volatilität bestimmt wird. Überrascht die Inflationsrate, so wird sie für die Lohnentwicklung entscheidend und bestimmt den zukünftigen Preisbildungsprozess. Schließlich sind Lohnabschlüsse zeitlich begrenzt und der Fokus liegt auf den realisierten oder erwarteten Kaufkraftverlusten. Für eine effektive und glaubwürdige Geldpolitik ist demnach eine geringe Volatilität bzw. keine bedeutenden Überreaktionen der Inflationsrate wünschenswert. Der aktuelle Inflationsanstieg, auch wenn er als vorübergehend angesehen wird, könnte demnach dennoch einen längeren Einfluss auf die Wirtschaft haben. Schließlich ist die aktuelle Inflationsrate von über 4 % der höchste Wert in Deutschland seit 1993 und weicht vom Inflationsdurchschnitt der letzten 20 Jahre, der 1,5 % betrug, doch deutlich ab. Zudem betont die Notenbank, dass sie eine erhöhte Inflationsrate infolge einer Überreaktion dulden werde. Damit lenkt sie den Fokus auf die aktuelle Übertreibung und erhöht die Bedeutung der kurzfristigen Inflationserwartungen für die Lohnentwicklung. Dies steht im Gegensatz zu der Einschätzung, dass kurzfristige Übertreibungen der Inflationsrate wenig Bedeutung haben, da die Wirtschaft von langfristigen Erwartungen bestimmt wird und diese weiterhin stabil sind.

Aktuelle Inflationsrate und Geldpolitik erhöhen Bedeutung der aktuellen Inflationserwartungen

Notenbanken sehen sich oft als Anker der Stabilität. Deshalb ist grundsätzlich nicht von kurzfristigen und überraschenden geldpolitischen Veränderungen auszugehen. Dies liegt am langen und oft intransparenten geldpolitischen Transmissionsmechanismus. Auch deshalb sehen sich Notenbanken weniger in der Rolle und Lage, kurzfristige Konjunkturzyklen auszugleichen. Mit einer Betonung auf der Tolerierung von Über- und Untertreibungen rund um das Inflationsziel erhöhen sie jedoch das Potenzial für Fluktuationen in der Realwirtschaft, da kurzfristige Inflationserwartungen und Entwicklungen aufgrund der höheren Volatilität an Bedeutung gewinnen. So definieren Notenbanken wie die Bank of England (BoE) auch nicht nur ein konkretes Inflationsziel, sondern eine Bandbreite, um trotz Übertreibungen bei der Inflationsrate eine Normalität der Inflationsentwicklung sicher zu stellen. Allerdings ist das nur dann von Erfolg gekrönt, wenn sich die Inflationsrate auch innerhalb der definierten Bandbreite bewegt, im

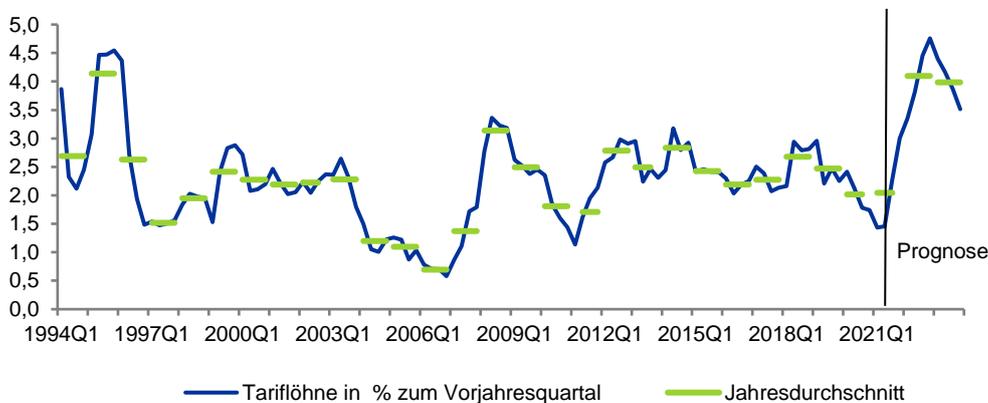
Fall der BoE also bei 1 bis 3 %. Dennoch, eine Bandbreite entschärft einen überzogenen Fokus auf kurzfristige Inflationsvolatilitäten und damit die Bedeutung kurzfristiger Inflationserwartungen. Keine Angabe einer Bandbreite bei gleichzeitiger Akzeptanz einer höheren Volatilität – wie von der EZB praktiziert – schwächt hingegen die Effektivität eines Inflationsziels als Stabilitätsanker. Dies gilt vor allem dann, wenn es kurzfristige Inflationserwartungen sind, die Preise und Löhne bestimmen und nicht langfristige bzw. allgemeine Erwartungen über den Inflationsverlauf.

Was treibt die Löhne in Deutschland, und was ist im Jahr 2022 zu erwarten?

Im Kontext der vorigen Diskussion ist nicht überraschend, dass nach all den Jahren der niedrigen Inflation die Sorgen über die Inflationsentwicklung angesichts des deutlichen Inflationsanstiegs in diesem Jahr zunehmen. Selbst nahezu 20 Jahre mit stabilen Teuerungsraten konnten dies nicht verhindern. Zudem wird die Unsicherheit gestützt durch die Geldmengenausweitung, demografische Entwicklungen und den eingeschränkten Handlungsspielraum der EZB (s. [IKB-Kapitalmarkt-News 7. Oktober 2021](#)). Die Inflationsrate ist in Deutschland dank ihres Anstiegs auf inzwischen über 4 % zum zentralen Fokus wirtschaftlicher Entscheidungen geworden. Dies wird auch die Lohnentwicklung im Jahr 2022 beeinflussen. Da die Inflationsrate in den letzten Jahren stabil war, mag jedoch eine empirische Schätzung auf Basis von historischen Werten den Einfluss des Inflationsanstiegs auf die Tarifentwicklung unterschätzen. Schließlich wird sich die höhere Volatilität bzw. das damit einhergehende Risiko in Tariferhöhungen spiegeln.

IKB-Schätzungen deuten darauf hin, dass Tariflöhne in Deutschland vor allem von der aktuellen/historischen sowie kurzfristig zukünftigen Inflationsrate bestimmt werden. Neben dem Inflationsverlauf ist die Situation am Arbeitsmarkt ebenfalls entscheidend. Sinkt die Anzahl der Erwerbstätigen, geraten die Löhne unter Druck. Deutliche Abweichungen von der empirischen Schätzung gab es zudem in der Finanz- und Coronakrise, da Tariflöhne nicht absolut zurückgehen können, auch wenn es der Einbruch bei Inflationsrate und Wirtschaft andeuten würden. Die effektiven Löhne sind hingegen infolge des Wegfalls von Überstunden, Sonderzahlung und der Möglichkeit von Kurzarbeit deutlich gesunken. Die IKB erwartet im Durchschnitt eine Inflationsrate von 3 % für 2021. Diese Inflationsrate dürfte zusammen mit einem stabilen Konjunkturausblick für das nächste Jahr für einen effektiven tariflichen Lohnzuwachs von ca. 4 % sorgen – dem höchsten seit 25 Jahren. Dies würde wiederum den Preiserhöhungsdruck in der Wirtschaft hochhalten und könnte auch im Jahr 2022 für eine relativ hohe Inflationsrate sorgen. Eine Lohn-Inflationsspirale scheint dennoch unwahrscheinlich. Unternehmen werden auf den Lohndruck mit Produktivitätssteigerungen reagieren. Im Falle einer weniger dynamischen Konjunktur werden sich hohe Lohnabschlüsse hingegen negativ auf die Beschäftigung auswirken (s. auch [IKB-Kapitalmarkt-News 24. August 2021](#)).

Abb. 1: Deutsche Tariflöhne, Veränderung in % zum Vorjahresquartal



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Prognose

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 Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen 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 eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen 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.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) für gewerbliche Zwecke, auch auszugswise, 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

Dr. Klaus Bauknecht
Volkswirtschaft
Telefon +49 211 8221-4118

14. Oktober 2021

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. Ralph Müller, Dr. Patrick Trutwein