

# VOLKSWIRTSCHAFT KOMPAKT

Wirtschaftspolitik, Finanzmärkte, Konjunktur

Herausgeber: Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken · BVR · Volkswirtschaft/Mittelstandspolitik  
 Verantwortlich: Dr. Andreas Bley · Schellingstraße 4 · 10785 Berlin · Telefon: 030 2021-15 00 · Telefax 030 2021-1904  
 Internet: <http://www.bvr.de> · E-Mail: [volkswirtschaft@bvr.de](mailto:volkswirtschaft@bvr.de)

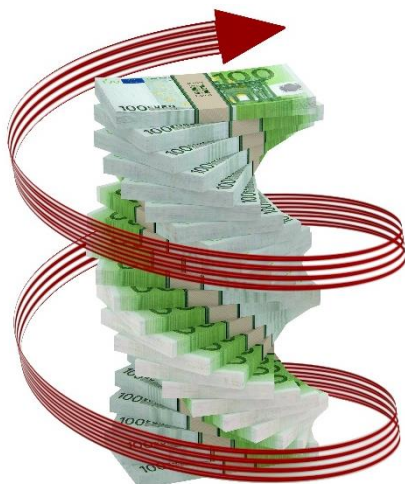
## Tarifabschlüsse könnten hohe Inflation verlängern

### Executive Summary

Die aktuell hohen Lohnforderungen sind mit Sorgen verbunden, ob sich Deutschland auf dem Weg in eine Lohn-Preis-Spirale befindet. Hierunter wird ein wechselseitiges Aufschaukeln von Lohnwachstums- und Inflationsraten verstanden. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt, dass es in der Bundesrepublik seit Anfang der 1960er Jahre noch zu keiner ausgeprägten Lohn-Preis-Spirale kam.

Derzeit deuten einigen Indizien auf eine gestiegene Wahrscheinlichkeit für Zweit- oder Mehrrundeneffekte in der Preis- und Lohnsetzungsdynamik hin. Schätzungen des BVR von sogenannten Lohn-Phillips-Kurven legen nahe, dass die langfristigen Inflationserwartungen für die Lohnpolitik zuletzt etwas an Bedeutung verloren und die mittelfristigen Inflationserwartungen mehr Gewicht bekommen haben. Von einer Erosion oder einem gravierenden Bedeutungsverlust der langfristigen Inflationserwartungen kann jedoch nicht die Rede sein. Diese liegen nach wie vor fest verankert beim EZB-Inflationszielwert von 2 % und sind weiterhin eine wichtige Größe in den Lohnverhandlungen.

Die Tarifparteien sollten sich ihrer gesamtwirtschaftlichen Verantwortung bewusst zeigen. Zurückhaltung bei den Lohnsteigerungen lässt sich mit Einmalzahlungen kombinieren. So kann der Interessenausgleich sichergestellt und gleichzeitig die Rückführung der Inflation erleichtert werden. Wird hingegen auf Lohnmäßigung verzichtet, droht die Inflation länger erhöht zu bleiben, mit einhergehenden stärkeren Wohlstandsverlusten. Hierzu zählt auch, dass in diesem Fall ein stärkerer geldpolitischer Bremseffekt zur Inflationsbekämpfung nötig wird, mit einer stärkeren Rückführung der privaten Investitionstätigkeit.



### Inhalt

<b>Tarifabschlüsse könnten hohe Inflation verlängern</b>	<b>2</b>
Dr. Gerit Vogt E-Mail: <a href="mailto:g.vogt@bvr.de">g.vogt@bvr.de</a>	
<b>Finanzmärkte: Inflationssausichten werden neutral</b>	<b>9</b>
Dr. Alex Korff E-Mail: <a href="mailto:a.korff@bvr.de">a.korff@bvr.de</a>	
<b>Konjunktur: Zunehmende Auftriebskräfte</b>	<b>10</b>
Dr. Gerit Vogt E-Mail: <a href="mailto:g.vogt@bvr.de">g.vogt@bvr.de</a>	

## Tarifabschlüsse könnten hohe Inflation verlängern

Die aktuell hohen Lohnforderungen führen zu der Frage, ob die Wahrscheinlichkeit für eine Lohn-Preis-Spirale in Deutschland gestiegen ist. So fordert beispielsweise die Gewerkschaft Verdi 10,5 % mehr Einkommen, mindestens aber 500 Euro mehr im Monat, für die bundesweit rund 2,5 Mio. Beschäftigten des öffentlichen Dienstes von Bund und Kommunen. Auch für andere Wirtschaftsbereiche werden Lohnforderungen im zweistelligen Bereich erhoben.

### Was ist eine Lohn-Preis-Spirale und welche Folgen hätte sie?

Unter einer Lohn-Preis-Spirale wird im Allgemeinen verstanden, dass sich das Lohnwachstum und die Inflationsraten über Mehrrundeneffekte immer weiter nach oben schaukeln. Auslöser für eine solche Entwicklung könnten, wie in der aktuellen Situation, kräftige vergangene oder für die nahe Zukunft erwartete Preissteigerungen sein, mit denen Arbeitnehmervertreter hohe Lohnforderungen nahe der Inflationsrate begründen. Wenn die Löhne dann deutlich angehoben werden, könnten die Arbeitgeber unter Verweis auf die gestiegenen Lohnkosten Preissteigerungen vornehmen, die ihrerseits die Inflation weiter anheizen. Dies könnte wiederum zu erneuten kräftigen Lohnforderungen von Arbeitnehmerseite und weiteren Preissteigerungen führen. Eine Spirale würde in Gang gesetzt werden.

Der Wunsch der Arbeitnehmerseite zu einem nahezu vollständigen Ausgleich der Belastungen durch die Inflation ist verständlich, volkswirtschaftlich aber nicht erfüllbar. Folgen einer Lohn-Preis-Spirale wären Wohl-

standsverluste, die erheblich über das unvermeidliche Maß der inflationsbedingten Verluste hinausgehen. So war das preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschlands im Zuge der preisinduzierten Kaufkraftminderung, die rückläufigen Konsumausgaben nach sich zog, bereits im 4. Quartal 2022 gegenüber dem Vorquartal um 0,4 % gesunken. Vor allem wegen der andauernden Kaufkraftverluste dürfte das BIP im gerade zu Ende gegangenen 1. Quartal 2023 kaum über eine Stagnation hinausgekommen sein. Die negativen Folgen hoher Inflationsraten zeigen sich aber nicht nur in der Konjunktur, sondern auch an anderer Stelle. Beispielsweise in zunehmenden gesellschaftlichen Spannungen, da sozial schwächere Haushalte ihre Ersparnisse kaum vor der Preisentwertung schützen können.

Bei der Lohn-Preis-Spirale handelt sich um eine extreme Form im Lohnfindungsprozess mit Folgen für die Geldpolitik. Die Europäische Zentralbank (EZB) müsste einen deutlich restriktiveren geldpolitischen Kurs fahren, um die Inflationsraten wieder in die Nähe ihres mittelfristig zu erreichenden Zwei-Prozent-Ziels zu bringen, als bei einer moderateren Lohn- und Preissetzungspolitik. Es käme in diesem Fall zu einem deutlich stärkeren geldpolitischen Bremseffekt mit der Gefahr eines Abgleitens der Wirtschaft in eine Rezession. Ein Beispiel hierfür ist die sogenannte Volcker-Disinflation Ende der 1970er und Anfang der 1980er Jahre mit Leitzinsen von zeitweise über 20 %. Aber auch andere, in ihren Folgen weniger drastische, Formen der Lohnfindung sind möglich (siehe Tab. 1).

Unterschiedliche Formen im Lohnfindungsprozess

Tab. 1

	Erwartungen	Gesamtwirtschaftliche Konsequenzen
Strikte Langfristorientierung	Tarifparteien orientieren sich ausschließlich an den langfristigen Inflationserwartungen	Inflationsrate könnte 2024 EZB-Zielwert erreichen, Wohlstandsverluste bleiben begrenzt
Zweitrundeneffekte	Vergangene Inflationsraten und kurzfristige Erwartungen gewinnen an Bedeutung	Hohe Inflation wird verlängert, höhere Wohlstandsverluste
Lohn-Preis-Spirale	Tarifparteien orientieren sich in hohem Maße an vergangenen Inflationsraten und kurzfristige Erwartungen	Lohnwachstums- und Inflationsraten schaukeln sich immer weiter nach oben, enorme Wohlstandsverluste

Quelle: BVR

### Strikte Langfristorientierung als Gegenpol

Ein Gegenpol zur Lohn-Preis-Spirale ist in einer extremen Form der Langfristorientierung zu sehen. Hierbei würden sich Arbeitnehmer und -geber einzig an der langfristigen zu erwartenden Inflationsrate orientieren und die Preisentwicklungen der Vergangenheit und der nahen Zukunft gänzlich unbeachtet lassen. Wenn die Arbeitnehmerseite aktuell diesem Ansatz folgen würde, müssten die Reallohnverluste, die in den zurückliegenden drei Jahren entstanden sind, ohne Nachforderungen hingenommen werden. Im vergangenen Jahr 2022 war der amtliche Nominallohnindex gegenüber dem Vorjahr um 3,5 % gestiegen, während der Verbraucherpreisindex (VPI) um 6,9 % zulegte und damit so stark wie seit fast 50 Jahren nicht mehr. Die Reallohne waren vor diesem Hintergrund um deutliche 3,1 % gesunken.

Aktuelle Umfragen signalisieren, dass sich die langfristigen Inflationserwartungen im Euroraum und damit auch in Deutschland nach wie vor in der Nähe des mittelfristig von der EZB angestrebten Zielwertes von 2 % befinden. Im Falle einer strikten Langfristorientierung der Tarifparteien wäre mit einem Abflauen der hohen Teuerung in einem überschaubaren Zeitraum zu rechnen.

Die Inflationsrate ist jüngst bereits leicht zurückgegangen. Gemessen an der jährliche VPI-Veränderungsrate verminderte sie sich wegen Basiseffekten und der staatlichen Energiepreisbremse von 8,7 % im Februar auf 7,4 % im März. Sie befindet sich aber nach wie vor auf einem im historischen Vergleich sehr hohen Niveau. Bei einer strikten Langfristorientierung könnte die Inflationsrate bereits im Verlauf des Jahres 2024 den EZB-Zielwert von 2 % erreichen. Dies setzt aber voraus, dass es zu keinen neuerlichen Preisschocks kommt. So hatten die 2022 kräftig gestiegenen Verbraucherpreise vor allem in den Energie- und Nahrungsmittelpreisen ihren Ursprung, die sich nach dem russischen Angriffskrieg gegen die Ukraine sprunghaft beschleunigt verteuerten. In den vergangenen Monaten hat sich der Preisauftrieb aber stark verbreitert. So verteuerten sich im März auch die Dienstleistungspreise kräftig, um 4,8 %. Wenn es im Verlauf von 2024 zu einem Rückgang der Inflationsrate auf 2 % käme,

würden die preisbedingten Wohlfahrtsverluste begrenzt bleiben.

### Zweitrundeneffekte als Zwischenform

Zwischen den beiden Extrempolen Lohn-Preis-Spirale und strikte Langfristorientierung lassen sich die Zweitrundeneffekte als weitere Form im Lohnfindungsprozess einordnen. Bei dieser Zwischenform würden die langfristigen Inflationserwartungen bei den Tarifparteien zwar Berücksichtigung finden, aber weniger stark als bei der strikten Langfristorientierung. Zurückliegende Preissteigerungen und kurzfristige Inflationserwartungen würden gegenüber den Langfristerwartungen an Bedeutung gewinnen. Sollte es zu solchen Zweitrundeneffekten kommen, wofür es Anzeichen gibt, würde sich die aktuelle Phase hoher Inflationsraten wahrscheinlich über 2024 hinaus verlängern.

### Zusammenspiel mit der aktuellen Arbeitsmarkt- und Konjunktorentwicklung

Für Zweitrundeneffekte, die möglicherweise in Mehrrundeneffekten auswachsen könnten, spricht die robuste Arbeitsmarktlage und die sich aufhellende Konjunktur. So nimmt die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften in Zeiten einer guten Arbeitsmarktentwicklung generell zu. In vielen Bereichen der deutschen Wirtschaft herrscht bereits seit Ende der 2010er Jahre ein ausgeprägter Mangel an Arbeitskräften. Vor diesem Hintergrund tendiert die Arbeitslosenquote seit längerem abwärts, wobei sie jüngst im Zuge der verstärkten Erfassung von geflüchteten Menschen aus der Ukraine leicht stieg.

Was die Wirtschaftslage betrifft, ist davon auszugehen, dass die Schwächephase des Winterhalbjahres 2022/23 bald überwunden wird. In naher Zukunft wird es voraussichtlich zu einer gesamtwirtschaftlichen Belebung kommen, welche die Verteilungsspielräume der Unternehmen vergrößert. Angesichts der anziehenden Konjunktur wird es für viele Unternehmen leichter, höhere Lohnkosten an die Kunden weiterzureichen. Zuletzt haben die Unternehmen einiger Wirtschaftsbereiche den allgemeinen Kostenschub bereits dazu genutzt, ihre Absatzpreise noch stärker zu erhöhen und damit ihre Gewinne zu steigern (siehe Studien des ifo-Öko-

nomen Joachim Ragnitz). Auch vor diesem Hintergrund scheint die Wahrscheinlichkeit für Zweit- oder Mehrrundeneffekte zugenommen zu haben.

### Gab es in der Vergangenheit Lohn-Preis-Spiralen?

Nachfolgend wird untersucht, ob es in der Vergangenheit in Deutschland bereits Konstellationen mit über einen längeren Zeitraum steigenden Inflations- und

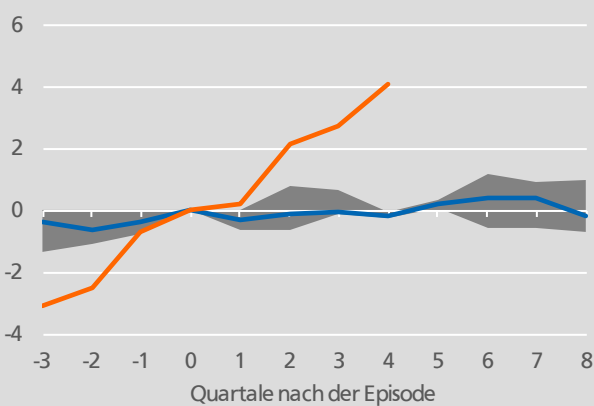
Lohnwachstumsraten gab und ob sich daraus Rückschlüsse für die aktuelle Entwicklung treffen lassen. Der Blick in die Historie erfolgt in Anlehnung an eine Analyse des Internationalen Währungsfonds (Weltwirtschaftsausblick vom Herbst 2022). Gemäß dem dort verwendeten Ansatz liegt dann eine Lohn-Preis-Spirale vor:

#### Änderungen nach Episoden mit beschleunigt steigenden Preisen und Löhnen

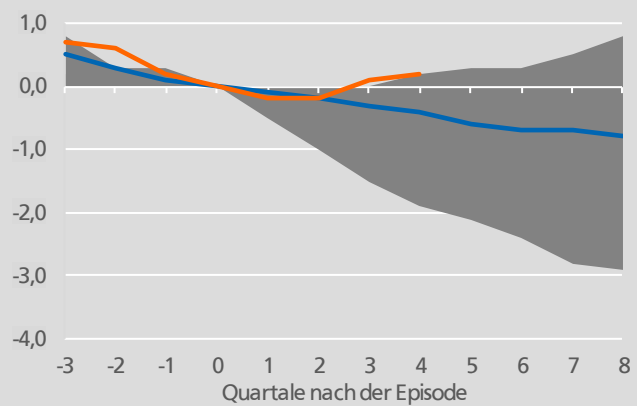
Abb. 1

in Prozentpunkten gegenüber dem 1. Quartal, in dem bestimmte Kriterien erfüllt sind

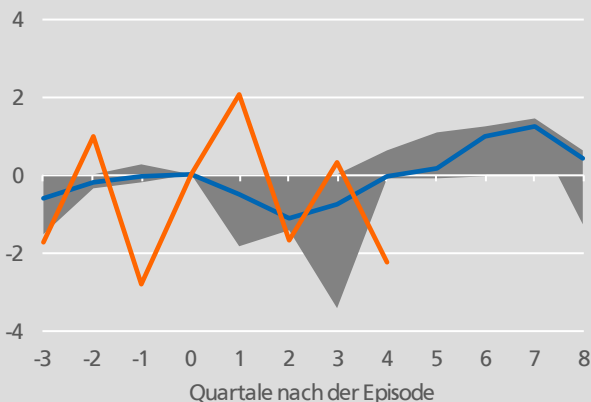
Verbraucherpreisinflation



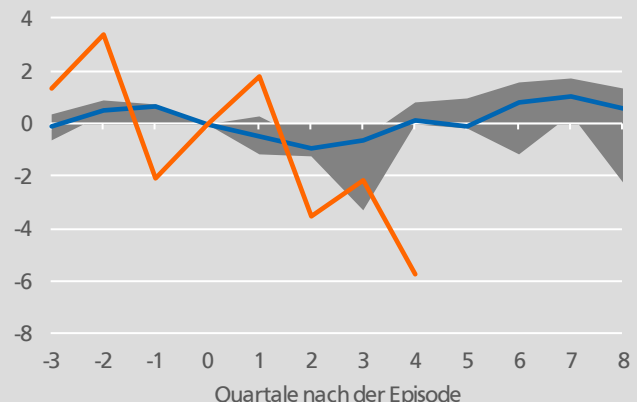
Arbeitslosenquote



Nominallohnwachstum



Reallohnwachstum



Gezeigt wird die Entwicklungen in Anschluss an Episoden, in denen zuvor in mindestens drei von vier Quartalen 1.) der Preisanstieg zunahm, gemessen an positiven Werten der jährlichen Veränderungsrate des Verbraucherpreisindex, und 2.) das Nominallohnwachstum stieg, gemessen an positiven Werten der jährlichen Veränderungsrate von Löhnen und Gehältern der Arbeitnehmer im Produzierenden Gewerbe. Seit der Wiedervereinigung können drei derartige Episoden beobachtet werden (4. Quartal 2000 = 0, 2. Quartal 2006 = 0 und 1. Quartal 2017 = 0). Dargestellt werden die Medianwerte (blaue Linien) und die Streuung der Änderungen (grauer Bereich) während dieser drei Episoden. Ergänzend werden die Änderungen in der jüngsten Episode (4. Quartal 2021 = 0, orangene Linie) dargestellt, bei der allerdings nur das Kriterium beschleunigt steigender Preise erfüllt ist.

Quellen: BVR, Refinitiv Datastream

- 1.) wenn die Nominallöhne in mindestens drei von vier aufeinanderfolgenden Quartalen beschleunigt steigen
- 2.) und ebenso die Verbraucherpreise beschleunigt zunehmen.

Die folgende Analyse stützt sich auf vierteljährliche Daten für das wiedervereinigte Deutschland und Westdeutschland. Letztere reichen bis in das Jahr 1961 zurück. Seit 1961 können in der Bundesrepublik drei derartige Episoden beobachtet werden (siehe Abb. 1 und die zugehörigen Anmerkungen). Diese Episoden ereigneten sich allesamt in der Zeit nach der Wiedervereinigung. Während der hier betrachteten Zeiträume dieser Episoden blieben die Inflationsrate und das Lohnwachstum aber stets deutlich unter 5 %, sodass diese Episoden kaum als Phasen einer Lohn-Preis-Spirale, im Sinne einer sich in luftige Höhen aufschaukelnden Entwicklung mit hohen gesamtwirtschaftlichen Kosten interpretiert werden können. Auch scheint die zeitliche Ausdehnung dieser Episoden begrenzt. In den Folgequartalen nach der Identifikation der Episoden (Quartal 0) stagnierten die Inflationsraten zumeist oder gingen leicht zurück (siehe blau markierte Medianwerte und grauer Bereich in der Teilabbildung. oben links).

Ergänzend zur den drei Episoden wird eine weitere – die aktuelle Entwicklung – widerspiegelnde, Episode betrachtet (4. Quartal 2021 = 0, orangene Linie), bei der allerdings nur das Kriterium beschleunigt steigender Preise erfüllt ist. Diese Episode unterscheidet sich von den vorherigen Episoden vor allem in zweierlei Hinsicht. Zum einen dadurch, dass der Preisanstieg in den drei Vorquartalen vor dem Quartal 0 besonders rasant verlief und zum anderen dadurch, dass der Preishöhenflug auch vier Quartale nach der Identifikation der Episode noch andauerte.

Weniger durchgehende Abweichungen von den vorhergehenden drei Episoden zeigt der Verlauf der jüngsten Episode in Hinblick auf die Arbeitslosenquote (siehe Teilabbildung. oben rechts), das Nominallohnwachstum (unten links) und das Reallohnwachstum (unten rechts). Die Arbeitslosenquote war im Median der vorherigen Episoden in den drei Quartalen vor dem Quartal 0 ebenfalls rückläufig, was im Einklang mit dem bereits beschriebenen allgemeinen Zusam-

menhang zwischen Arbeitsmarktlage und Lohn-beziehungsweise Preisentwicklung steht. Auch die Nominallohnentwicklung weicht während der jüngsten Episode nicht eindeutig von den Verläufen der früheren Episoden ab, obgleich die jüngsten Wachstumsraten gegenüber dem Medianwert der drei Episoden viel stärkere Schwankungen aufweisen. Auch die jüngste Reallohnentwicklung präsentiert sich mit erheblich stärker schwankenden Veränderungsraten. Ein deutlicher Unterschied zu den vorherigen Episoden besteht aber darin, dass die Reallöhne während der jüngsten Episode vielfach sanken und auch vier Quartale nach dem Quartal 0 noch sichtlich nach unten tendierten, was während der vorherigen Episoden nicht der Fall war.

Als zentrales Ergebnis bleibt festzustellen, dass es in der Bundesrepublik seit Anfang der 1960er Jahre noch zu keiner ausgeprägten Lohn-Preis-Spirale kam. Ein kräftiges Aufschaukeln der Löhne und Preise dürfte auch deshalb ausgeblieben sein, weil die EZB – beziehungsweise die Deutsche Bundesbank als ihre Vorgängerinstitution – effektiv gegensteuerten. Eine konsequent an dem Ziel der Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik trägt entscheidend zur Verankerung der langfristigen Inflationserwartungen bei. Die jüngste Episode außergewöhnlich lang steigender Inflationsraten und die erst verzögert einsetzenden Zinswende der EZB nährt aber die Sorgen um die weitere Lohn-Preis-Entwicklung. Zu hohen Wohlfahrtsverlusten würde es nicht nur dann kommen, wenn Löhne und Preise beschleunigt steigen, sondern auch, wenn sich die Inflation wegen kräftig steigender Löhne auf hohem Niveau verfestigen sollte.

### Werden die Löhne stärker durch vergangene Preisänderungen beeinflusst?

Abschließend wird untersucht, ob sich der Lohnfindungsprozess hierzulande vor dem Hintergrund der hohen Inflationsdynamik der vergangenen Jahre geändert hat. Eine Analyse der Deutschen Bundesbank aus dem Jahr 2016 signalisiert, dass dieser Prozess bislang weniger durch kurzfristige Entwicklungen und Erwartungen geprägt war, sondern viel mehr durch die langfristig verankerten Inflationserwartungen (siehe Bundesbank-Monatsbericht vom April 2016). Grundlage

für die damalige Analyse waren Schätzungen von sogenannten Lohn-Phillips-Kurven mit vierteljährlichen Daten des Zeitraums von 1995 bis 2015. Analog zur Bundesbank-Analyse werden vom BVR Schätzungen von Lohn-Phillips-Kurven in zwei Varianten vorgenommen (siehe Tab. 2):

- A) Modelle mit vergangenen Inflationsraten und
- B) Modelle mit Inflationserwartungen.

Die zu erklärende Variable ist in allen Modellen das Lohnwachstum (wt) in Deutschland. Bezüglich der vergangenen Inflationsraten werden im Rahmen der BVR-Schätzungen die jeweils um ein Quartal verzögerten Inflationsraten (pt-1) und alternativ die Mittelwerte der Inflationsraten der letzten vier Quartale (p4t-1) verwendet. In Hinblick auf die Inflationserwartungen wurden in der Bundesbank-Analyse die Angaben von „Consensus-Economics“ genutzt, einer regelmäßigen Umfrage unter Experten von zirka 30 Ge-

schaftsbanken und Wirtschaftsforschungsinstituten. In der BVR-Analyse werden ebenfalls die Ergebnisse einer regelmäßigen Expertenumfrage verwendet, die des „Survey of Professional Forecasters“ der EZB, die allerdings erst ab 2001 vollständig in Quartalsfrequenz vorliegen. Einbezogen werden konkret die Inflationserwartungen für einen Horizont von fünf Jahren (pspf5), zwei Jahren (pspf2) und einem Jahr (pspf1). Die Schätzungen erfolgen jeweils für die Zeiträume von 2001 bis 2019 und von 2001 bis 2022, um mögliche Veränderungen in der Bedeutung einzelner Variablen herausarbeiten zu können. Zur Beurteilung des Erklärungsgehalts der Modelle werden in-sample-Prognosen für den Zeitraum von 2020 bis 2022 erstellt und deren Prognosefehler (RMSE) berechnet.

Gemäß der Bundesbank-Analyse ist das Risiko für Zweitrundeneffekte besonders hoch, wenn:

- 1.) Modelle der Variante A das Lohnwachstum besser erklären als Modelle der Variante B

Ergebnisse der Lohn-Phillips-Kurve-Schätzungen

Tab. 2

	Modell-A- pt-1	Modell-A- pt-1	Modell-A- p4t-1	Modell-A- p4t-1	Modell-B- pspf5	Modell-B- pspf5	Modell-B- pspf2	Modell-B- pspf2	Modell-B- pspf1	Modell-B- pspf1
Konstante	1,84***	1,92***	1,71***	1,85***	-1,72	-1,45	0,72	0,64	1,76***	1,92***
wt-1	-0,40***	-0,43***	-0,41***	-0,44***	-0,39***	-0,41***	-0,39***	-0,42***	-0,39***	-0,42***
xt-1	-0,28***	-0,26***	-0,29***	-0,27***	-0,30***	-0,31***	-0,34***	-0,36***	-0,34***	-0,31***
prodt	0,44*	0,37**	0,47**	0,38**	0,40*	0,39**	0,40*	0,39***	0,39*	0,36**
pt-1	0,40***	0,23**								
p4t-1			0,51***	0,33**						
pspf5					2,25*	2,17**				
pspf2							1,25**	1,35***		
pspf1									0,68***	0,44***
Schätzzeitraum	2001- 2019	2001- 2022	2001- 2019	2001- 2022	2001- 2019	2001- 2022	2001- 2019	2001- 2022	2001- 2019	2001- 2022
RMSE 2020-2022	1,43		1,37		1,21		1,17		1,29	

Gezeigt werden die Schätzergebnisse von Modellen, in denen das Lohnwachstum einer Periode (wt) bestimmt wird, durch eine Konstante, das Lohnwachstum der Vorperiode (wt-1), den gesamtwirtschaftlichen Auslastungsgrad der Vorperiode (xt-1), die Arbeitsproduktivität der Periode (prodt) sowie durch vergangene beziehungsweise erwartete Inflationsraten. Als Maß für das Lohnwachstum werden die Veränderungen der Arbeitnehmerentgelt je geleisteter Arbeitnehmerstunde gegenüber dem Vorquartal verwendet. Als Auslastungsvariable dient die Arbeitslosenquote. Die Arbeitsproduktivität geht in Form von Veränderungen des Bruttoinlandsproduktes je geleisteter Erwerbstätigenstunde gegenüber dem Vorquartal in die Schätzungen ein. Variable für die vergangenen Inflationsraten sind die Veränderungen des Verbraucherpreisindex gegenüber dem Vorjahresquartal, die um ein Quartal verzögert (pt-1) beziehungsweise als Durchschnittswert der letzten vier Quartale (p4t-1) in die Schätzungen eingehen. Die Inflationserwartungen stammen aus dem "Survey of Professional Forecasters" und werden für einen Horizont von fünf Jahren (pspf5), zwei Jahren (pspf2) und einem Jahr (pspf1) einbezogen. Die Schätzungen erfolgen jeweils für die Zeiträume von 2001 bis 2019 und von 2001 bis 2022, um mögliche Veränderungen in der Bedeutung einzelner Variablen herausarbeiten zu können. Zur Beurteilung des Erklärungsgehalts der Modelle werden in-sample-Prognosen für den Zeitraum von 2020 bis 2022 erstellt und deren Prognosefehler (RMSE) berechnet. Signifikanzniveau der Koeffizient: \*\*\* = 1 % \*\* = 5 % und \* = 10 %.

Quelle: Schätzungen des BVR

- 2.) kurzfristige Erwartungen im Lohnsetzungsprozess eher eine Rolle spielen als langfristige Erwartungen
- 3.) und/oder der Einfluss der vergangenen Inflation oder der Einfluss der kurzfristigen Erwartungen im Zeitverlauf steigt.

Die zentralen Ergebnisse der Schätzungen des BVR sind folgende:

- Der Erklärungsgehalt der Modellvarianten B mit Inflationserwartungen ist gemäß der in-sample Prognose durchgehend höher als jener der Modellvarianten A mit vergangenen Inflationsraten (die in der letzte Zeile der Tab.2 aufgeführten Prognosefehler der Modellvarianten A sind durchgehend höher als jene der Modellvarianten B).
- Die mittelfristigen Inflationserwartungen sind laut in-sample-Prognose für das Lohnwachstum etwas bedeutsamer als die langfristigen Inflationserwartungen (Prognosefehler des Modell-B-*pspf2* ist mit 1,17 niedriger als jener des Modell-B-*pspf5* mit 1,21); die kurzfristigen Inflationserwartungen sind aber weniger bedeutsam als die mittel- und langfristigen Erwartungen (Prognosefehler des Modell-B-*pspf1* liegt bei vergleichsweise höheren 1,29).
- Der Einfluss der vergangenen Inflationsraten scheint seit 2020 nicht zugenommen zu haben (Koeffizienten *pt-1* und *p4t-1* sinken bei Verlängerung des Schätzzeitraums bis 2022 von 0,40 auf 0,23 beziehungsweise von 0,51 auf 0,33), aber leichter Bedeutungsgewinn der mittelfristigen Inflationserwartungen gegenüber den langfristigen Inflationserwartungen (Koeffizienten *pspf5* sinkt von 2,25 auf 2,17, während der Koeffizient *pspf2* von 1,25 auf 1,35 steigt).
- In der Gesamtschau gibt es also Anhaltspunkte dafür, dass das Risiko für Zweitrundeneffekte seit 2020 gestiegen ist. Damit wird eine Verlängerung der hohen Inflation wahrscheinlicher.

### Wirtschaftspolitik muss ihrer gesamtwirtschaftlichen Verantwortung gerecht werden

Die zuvor präsentierten Schätzergebnisse des BVR legen nahe, dass die Wahrscheinlichkeit für das Eintreten von Zweit- oder Mehrrundeneffekten in Deutschland zuletzt eher gestiegen als zurückgegangen ist. Demnach haben die langfristigen Inflationserwartungen für die Lohnpolitik etwas an Bedeutung verloren und die mittelfristigen Inflationserwartungen mehr Gewicht bekommen. Von einer Erosion oder einem gravierenden Bedeutungsverlust der langfristigen Inflationserwartungen kann jedoch nicht die Rede sein. Diese scheinen nach wie vor fest verankert beim EZB-Inflationszielwert von 2 % zu liegen und noch immer eine wichtige Größe in den Lohnverhandlungen darzustellen.

Auch angesichts der aktuell hohen Lohnforderungen, der guten Arbeitsmarktentwicklung, der anziehenden Konjunktur und des im historischen Vergleich zuletzt außergewöhnlich dynamischen Preisanstiegs steigen die Sorgen um die künftige Lohn- und Preisentwicklung. Nachdenklich stimmen zudem die gestiegenen Gewinnmargen in einzelnen Branchen, die derzeit ebenfalls die Inflation anheizen. Hohe Tariflohnabschlüsse können die Inflation aber nur teilweise ausgleichen, da sich die Lohnentwicklung sonst von der Produktivitätsentwicklung abkoppeln würde, was Entlassungen nach sich ziehen könnte.

Vor diesem Hintergrund sollten sich die Tarifparteien verstärkt ihrer gesamtwirtschaftlichen Verantwortung bewusst werden. Sie sollten zu hohe Lohnsteigerungen vermeiden und andere Formen des Interessenausgleichs wählen. Hierzu zählt beispielsweise die Gewährung von steuerbegünstigten Einmalzahlungen, die auch Bestandteil der aktuellen Schlichterempfehlungen im Tarifkonflikt des öffentlichen Dienstes von Bund und Kommunen sind. Ansonsten droht die Inflation längere Zeit erhöht zu bleiben, mit einhergehenden stärkeren Wohlstandsverlusten. Sollte es zu einem Aufschaukeln der Lohn- und Preisentwicklung kommen, müsste die EZB noch stärker gegensteuern. In dem Fall, dass die EZB stärker gegen die Inflation vorgehen würde als bislang, beispielsweise durch deutlich höhere Leitzinsen, wäre das Abgleiten der deutschen

Wirtschaft in eine schwere Rezession nicht auszuschließen.

Ein wirksames Mittel, um die drohenden negativen Folgen zu kräftig steigender Löhne für die Arbeitsmarkt- und Preisentwicklung eindämmen zu können, sind höhere Produktivitätssteigerungen. Hier ist insbesondere die Bundesregierung gefordert, ihre Bestrebungen zur Stärkung des langfristigen Wachstums zu erhöhen. Ansatzpunkte liefert unter anderem das Planungs- und Genehmigungsrecht. Hier wurden bereits Fortschritte erzielt, nicht zuletzt beim Treffen des Koalitionsausschusses Ende März. Allerdings sollten nun konkrete weitere Schritte erfolgen, um die Prozesse zu vereinfachen und zu beschleunigen. Auch wäre eine rasche Einführung der im Koalitionsvertrag angekündigten, aber bislang noch nicht umgesetzten, Superabschreibungen für Klimaschutz und Digitalisierung eine sinnvolle Maßnahme zur Erhöhung des Wachstumspotenzials und damit der Produktivität.

Was die teilweise kräftig gestiegenen Margen der Unternehmen betrifft, ist davon auszugehen, dass der Wettbewerb weitere Erhöhungen deckeln dürfte. Die Unternehmen können mit maßvollen Preiserhöhungen ebenfalls zum Rückgang der Inflation beitragen. Am Ende müssen die hohen Kosten der Inflation von den Sektoren, Privathaushalte, Unternehmen und Staat gemeinsam getragen werden. ■



## Finanzmärkte: Inflationsaussichten wieder neutral

Der Inflationsdruck nimmt im Euroraum, wie auch in Deutschland, weiter ab. Der BVR-Indikator für die Inflationsaussichten liegt im April 2023 mit 49 Punkten erstmals seit April 2021 wieder knapp unterhalb der neutralen Marke von 50 Punkten. Im Vormonat März hatte der Indikator bei 50 Punkten gelegen. Der Wert konnte aufgrund aktualisierter Daten um 3 Zähler verringert werden.

### Konjunktur: Letzter Inflationstreiber

Die Konjunkturlage trägt mit 52 Zählern noch geringfügig zu einer Inflationsentwicklung oberhalb des Zweiprozentziels bei. Dennoch nimmt der konjunkturelle Druck auf die Inflation gegenwärtig ab, was einer geldpolitisch gewünschten Abkühlung entspricht.

### Preise- und Kosten: Deutliche Abwärtskorrektur

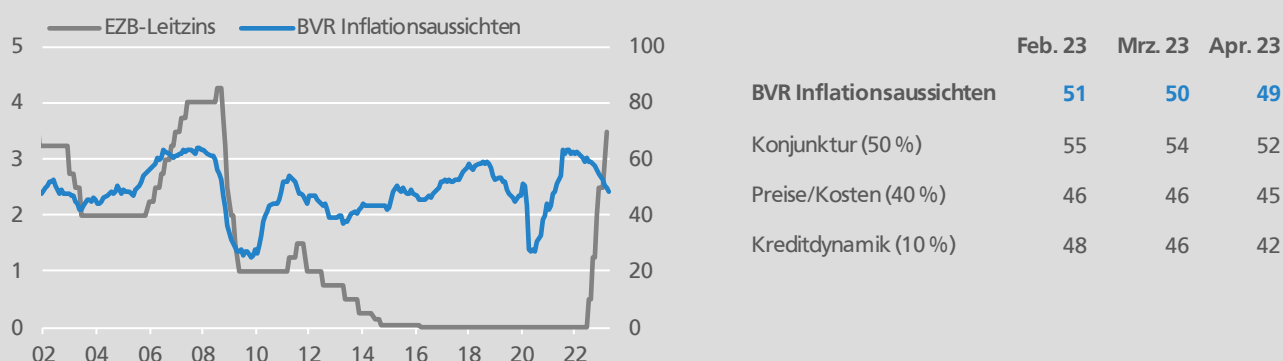
Die Indikator Komponente Preise und Kosten liegt im April bei 45 Zählern und damit deutlich unterhalb des neutralen Niveaus. Einerseits sind die jüngsten Ölpreissteigerungen durch die OPEC-Produktionskürzung nicht enthalten, da die Datenreihen noch nicht vorliegen. Andererseits sorgten nun nachgelieferte Daten dafür, dass die Preise- und Kostenkomponente für März 2023 um 6 Zähler und für Februar 2023 um 7 Zähler nach unten korrigiert werden konnte.

### Kreditdynamik: Deutlicher Dämpfer

Die Kreditdynamik erreichte im April 42 Punkte und trug damit deutlich unterdurchschnittlich zu den Inflationsaussichten bei. Der Indikator spiegelt hierbei wider, dass sich Kreditgeber infolge der geldpolitischen Straffung westlicher Notenbanken deutlich zurückhalten. Potenzielle Kreditgeber nehmen aufgrund des angespannten makroökonomischen Umfeldes Risiken stärker wahr. Zudem sehen sie sich, vor allem perspektivisch, höheren Refinanzierungskosten ausgesetzt.

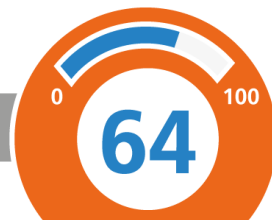
Hinzu kommen die jüngsten Turbulenzen um Silicon Valley Bank und Credit Suisse, die aufgrund verzögerter Datenerfassung noch nicht enthalten sind. Beide Ereignisse dürften die Risikowahrnehmung der Marktteilnehmer noch einmal schärfen und so die Zurückhaltung stärken. ■

**BVR Inflationsaussichten**  
in Prozent, Euroraum



Die BVR Inflationsaussichten sind ein Indikator für die mittelfristige Inflationsentwicklung im Euroraum mit Werten zwischen 0 und 100. Der Indikatorwert von 50 ist mit dem Erreichen des impliziten Inflationsziels der EZB von 2 % verbunden. Geringere (höhere) Werte signalisieren eine geringere (höhere) mittelfristige Inflationstendenz. Die Konjunkturkomponente enthält die Industrieproduktion, den Auftragsbestand im Verarbeitenden Gewerbe, das Wirtschaftsklima und die Kapazitätsauslastung im Euroraum. Die Komponente für Preise/Kosten beinhaltet den HWWI-Energiepreisindex, die Lohnstückkosten und den handelsgewichteten Euro-Wechselkurs. Die Kreditdynamik wird anhand der Jahreswachstumsrate der Kredite an Unternehmen und Privathaushalte gemessen.

Quellen: BVR, Refinitiv Datastream



BVR Konjunkturbarometer

## Konjunktur: Zunehmende Auftriebskräfte

### BVR Konjunkturbarometer bei hohen 64 Punkten

Die deutsche Wirtschaft scheint die Energiekrise allmählich zu überwinden. Angesichts abflauerender Lieferkettenprobleme und weniger teureren Energiepreisen haben die konjunkturellen Auftriebskräfte zuletzt offenbar an Einfluss gewonnen. Darauf deutet auch das BVR Konjunkturbarometer hin, dass im März (aufwärtsrevidiert) auf 64 Punkten gestiegen ist und im April auf diesem vergleichsweise hohen Stand verharren dürfte.

Die Entwicklung des Barometers lässt erwarten, dass das preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschlands im laufenden 2. Quartal an Fahrt aufnehmen wird. Im 1. Quartal dürfte es gegenüber dem Vorquartal kaum über eine Stagnation hinausgekommen sein. Erste amtliche BIP-Angaben für das Jahresauftaktquartal wird das Statistische Bundesamt am 28. April vorlegen.

### Industrie-/Exportindikatoren legen kräftig zu

Maßgeblich für die Aufwärtsrevision des BVR Konjunkturbarometerwertes für März, von zuvor 55 auf aktuell 64 Punkte, waren die überraschend positiv ausgefallenen Daten zur Industrieproduktion. So ist die Produktion

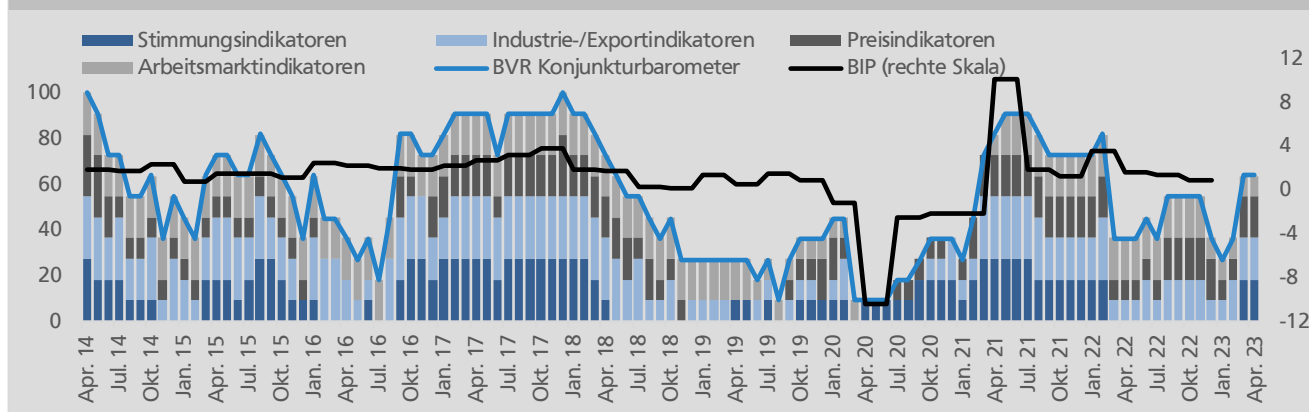
des Verarbeitenden Gewerbes im Februar gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt um kräftig 2,4 % gestiegen, nachdem sie bereits im Januar (+2,0 %) deutlich expandiert war. Treibender Faktor blieb der wichtige Kfz-/Kfz-Teile-Bereich, der angesichts weiter nachlassender Lieferkettenprobleme seinen Ausstoß um kräftige 7,6 % erhöhen konnte. Auch der Industrie-Auftragseingang und die Ausfuhren der deutschen Wirtschaft legten im Februar abermals zu. Im Gegensatz zur Industrieproduktion und den Ausfuhren befinden sich der Industrie-Auftragseingang aber noch immer unter seinem entsprechenden Vorjahresmonatswert.

### Steigerungswirkung auch von den Stimmungs- und Preisindikatoren

Von den Stimmungs- und Preisindikatoren geht derzeit ebenfalls eine deutliche Steigerungswirkung auf das BVR Konjunkturbarometer aus. So übertrafen der ifo Geschäftsklimaindex, die ZEW-Konjunkturerwartungen und der DAX im März erstmals seit vielen Monaten wieder ihre entsprechenden Vorjahresmonatswerte. Der Geldmarktzins liegt bereits seit August 2022 kontinuierlich über seinen Vorjahresmonatsständen. ■

#### BVR Konjunkturbarometer

in Prozent, Veränderung des preis-, kalender- und saisonbereinigten BIP zum Vorjahr



Das BVR Konjunkturbarometer ist ein Indikator für die konjunkturelle Entwicklung Deutschlands und kann Werte zwischen null und 100 annehmen. Es verdichtet die Signale von 3 Stimmungskindikatoren (ifo Geschäftsklima, ZEW-Konjunkturerwartungen, Verbrauchervertrauen), 3 Industrie-/Exportindikatoren (Industrie-Auftragseingang, Industrieproduktion, Ausfuhren), 3 Preisindikatoren (DAX, Geldmarktzins, Rohölpreis) und 2 Arbeitsmarktindikatoren (Erwerbstätige, Offene Stellen). Als Diffusionsindex misst das BVR Konjunkturbarometer den prozentualen Anteil der Indikatoren an allen 11 einbezogenen Indikatoren, die gegenüber dem Vorjahresmonat gestiegen sind. Liegen für einen Indikator aktuell noch keine Werte vor, wird das Signal des Vormonats verwendet.

Quellen: BVR, Refinitiv Datastream