

Mai 2011

- **Thema des Monats:**
Inflation - ein ungebetener Gast nistet sich ein
Massiver Aufwärtsdruck auf den Vorstufen der Verbraucherpreise
Die Lohnkarte sticht nicht
Inflationausblick für die EWU verhaltener

Research Team

Dr. Marco Bargel

Chefvolkswirt
marco.bargel@postbank.de

Heinrich Bayer

heinrich.bayer@postbank.de

Elke Brogsitter

elke.brogsitter@postbank.de

Matthias Göthel

matthias.goethel@postbank.de

Thilo Heidrich

thilo.heidrich@postbank.de

Viola Honerkamp

viola.honerkamp@postbank.de

Heinz-Gerd Sonnenschein

heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

www.postbank.de/research

Redaktionsschluss: 28.04.2011

Deutsche Postbank AG
Zentrale
Friedrich-Ebert-Allee 114-126
53113 Bonn
Telefon: (0228)920-0

Disclaimer:

Alle hier veröffentlichten Angaben erfolgen unverbindlich und stellen Informationsmaterial dar, also weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers. Die Informationen in diesem Dokument wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; Postbank Research garantiert diese jedoch nicht. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information, die dem Investor eine selbständige Anlageentscheidung erleichtern soll.

Inflation - ein ungebetener Gast nistet sich ein

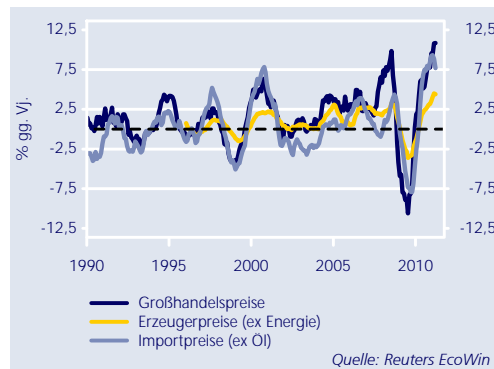
Die deutsche Inflationsrate ist im April auf 2,4% gestiegen. Dies ist der höchste Stand seit Oktober 2008. Noch vor sechs Monaten, also im Oktober 2010 war die Preissteigerung mit 1,3% nur gut halb so stark gewesen.

Stärkster Preistreiber war dabei in den letzten Monaten der Faktor Energie. Heizöl verteuerte sich im April schätzungsweise um rund 27% gegenüber dem Vormonat, Kraftstoffe um ca. 13%. Dagegen ist das Preisniveau bei langfristigen Konsumgütern bislang weitgehend stabil. Bei Dienstleistungen ist der Preisauftrieb verhalten, wenn auch zuletzt mit ansteigender Tendenz. Viele Beobachter stufen die aktuelle Inflationsbeschleunigung deshalb nur als vorübergehendes Phänomen ein. Wir teilen diese Ansicht nicht. Unseres Erachtens ist die Inflation kein Besucher, der nur auf eine Stippvisite hereinschaut. Vielmehr rollt der bepackte Möbelwagen bereits heran, und sollte er nicht im letzten Moment gestoppt werden, wird sich die Inflation in Deutschland häuslich einrichten - ungebeten aber hartnäckig.

Massiver Aufwärtsdruck auf den Vorstufen der Verbraucherpreise

Das ganze Ausmaß, das der Aufwärtstrend des Preisniveaus in Deutschland bereits angenommen hat, zeigt sich bislang noch nicht in den Verbraucherpreisen, sondern auf den vorgelagerten Stufen. Die Importpreise überstiegen ihr Vorjahresniveau im März um 11,3%. Im Jahre 2008, auf dem Höhepunkt der letzten Ölpreishausse, waren es dagegen in der Spitze „nur“ 8,3%. Auch aktuell spielt Öl natürlich eine wichtige Rolle. Aber es ist nur Teil des Cocktails, der die Preise treibt. Auch ohne Öl und Ölprodukte sind die Importpreise zuletzt um 7,7% im Vorjahresvergleich gestiegen, und das trotz des dämpfenden Effektes des starken Euro. Dies ist ebenso ein historisches Hoch im wiedervereinigten Deutschland wie das Plus bei den Großhandelspreisen (einschließlich Öl) von 10,9%. Und die Liste der Rekorde lässt

Historisch hohe Steigerungsraten auf allen Vorstufen



sich fortsetzen. Die Anstieg der Erzeugerpreise (ohne Öl) liegt bei 4,4% und der bei den deutschen Ausführpreisen, die ganz bestimmt nicht rohstofflastig sind, bei 4,9% jeweils im Vergleich zum Vorjahr.

Die Heftigkeit des Preisauftriebs in dieser Breite zeigt, dass die aktuelle Beschleunigung der Inflation keineswegs monokausal ist. Sicherlich ist der Anstieg der Notierungen von Öl und anderen Rohstoffen in diesem Kontext nicht zu vernachlässigen. Von dieser Seite dürfte sogar eine gewisse Entspannung erfolgen. Die Dynamik bei den Außenhandelspreisen wird sich unseres Erachtens abschwächen, da die Hausse allmählich auslaufen sollte. Allerdings rechnen wir auch nicht mit einer Trendwende nach unten, so dass sich zumindest die bisher bei Rohstoffen gesehenen Preissteigerungen weiter durch die Kette arbeiten sollten.

Als nachhaltiger könnte sich aber eine andere Entwicklung erweisen. Derzeit zieht die starke globale Nachfrage, insbesondere aus den Schwellenländern, auch die Preise für Industriegüter nach oben. Gleichzeitig verteuert die starke Konjunktur in den Schwellenländern die dortige Produktion. Die Industrieländer und damit auch Deutschland werden jetzt also mit einer neuen Facette der Globalisierung konfrontiert. Hatte die Verlagerung von Produktionen in Niedriglohnländer über viele Jahre

hinweg geholfen, die Inflation zu drücken und dann auf einem niedrigen Niveau zu stabilisieren, so steigen inzwischen die Löhne in vielen Schwellenländern rasch an. Zugleich werten die Währungen der betreffenden Länder aufgrund von Kapitalzuflüssen auf, was die Einfuhren von dort zusätzlich verteuert. Eine Trendwende ist hier nicht in Sicht. Wir rechnen vielmehr damit, dass sich die Schwellenländer in den kommenden Jahren weiterhin positiv entwickeln, dass sich die Verschiebung der wirtschaftlichen Schwerpunkte in der Welt fortsetzt und dass dies aufgrund knapper werdender Ressourcen, auch an verfügbaren Arbeitskräften, tendenziell mit einer etwas höheren Inflation einhergeht, als dies in den letzten zehn Jahren der Fall war.

Grundsätzlich kann man sich gegen derartige Einflüsse schützen, indem man seine Währung aufwertet oder aufwerten lässt. Aktuell stoßen wir hier aber an Grenzen. Im Vergleich zu den Währungen anderer Industriestaaten ist der Euro bereits sehr stark. Die deutsche Wirtschaft könnte eine Aufwertung zwar sicherlich verkraften, die Konjunktur in den südlichen EWU-Ländern, die weiterhin mitten in der Krise stecken oder nur mühsam herauskommen, würde aber schwer belastet. Die Nebenwirkungen in Form einer Verschärfung der europäischen Staatsschuldenkrise könnten so stark sein, dass diese Option besser nicht gezogen werden sollte.

Die Lohnkarte sticht nicht

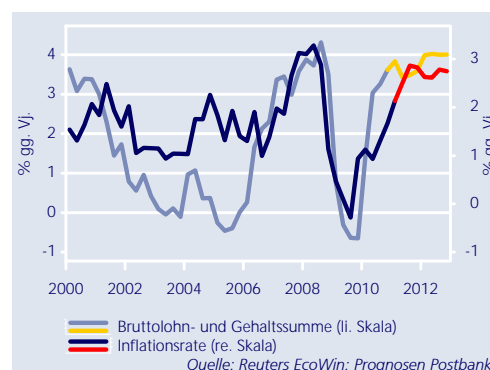
Eine aktive Politik zur Bekämpfung der Inflation könnte aber auch überflüssig sein. Solange die Lohnsteigerungen innerhalb des Spielraums bleiben, den eine moderate Erhöhung des Preisniveaus zuzüglich der Rate der gesamtwirtschaftlichen Produktivitätsfortschritts setzen, kann sich die Inflation nicht nachhaltig verstärken. Grundsätzlich stimmen wir dieser These zu. Aktuell bewegen sich die Lohnerhöhungen in Deutschland auch noch innerhalb des so gezogenen Rahmens und geben damit noch keinen akuten Anlass zur Sorge. Allerdings hat die Lohnentwicklung nur mittel- bis langfristig einen bestimmenden

Einfluss auf den Preistrend. Zudem halten wir es für fraglich, ob die Lohnpolitik auf Dauer so verhalten bleibt. Mehr noch, wir bezweifeln sogar, dass die Tarifpolitik überhaupt in der Lage sein wird, stärkere Lohn- und Gehaltssteigerungen zu verhindern.

Kurzfristig korrespondiert die Inflation in Deutschland, jenseits der Einwirkungen von außen, stark mit dem Wachstum des nominalen Bruttoinlandsprodukts sowie mit der Veränderung der Bruttolöhne- und Gehälter, die alle Arbeitnehmer beziehen. Aktuell liegt Ersteres bei knapp 4½%. Das Wachstum der Bruttolohn- und Gehaltssumme lag zuletzt bei 3,6%. Beide Größen legen einen Anstieg des Preisniveaus um 2½-3% pro Jahr nahe. Kurzfristig erwarten wir hier keine markanten Veränderungen. Das BIP wird in diesem Jahr unseres Erachtens real um 2,8% zunehmen, 2012 immerhin noch um 1,9%. Dies reicht, um die bereits hohe Kapazitätsauslastung weiter zu steigern, mit der Folge sich erhöhender Produktionskosten, aber auch der Fähigkeit, diese weiterzugeben. Das nominale BIP-Wachstum dürfte damit für deutsche Verhältnisse hoch bleiben.

Gleiches gilt für die Bruttolohn- und Gehaltssumme. Die Beschäftigung wird weiter steigen und damit ihren Beitrag zu deren Wachstum leisten. Gleichzeitig sinkt die Arbeitslosigkeit weiter. Dabei rechnen wir durchaus mit einer abnehmenden Dynamik, aber nicht aufgrund einer nachlassenden Nachfrage nach Arbeitskräften, sondern aufgrund eines immer stärker

Steigende Löhne und steigende Beschäftigung → höhere Inflation



ausgeschöpften Angebots. In Teilen Deutschlands herrscht heute bereits, nach internationalen Maßstäben, Vollbeschäftigung bzw. in wenigen Regionen Überbeschäftigung.

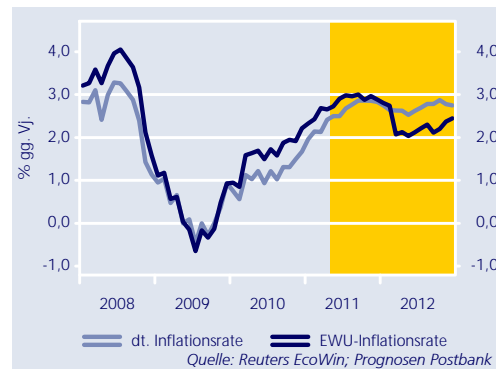
Dies dürfte Konsequenzen für die Lohnentwicklung haben. Ab dem kommenden Jahr könnten die Tarifabschlüsse deutlich stärker steigen. Aber auch ohne dies ist mit einer zunehmenden Dynamik bei Löhnen und Gehältern zu rechnen. Die Konkurrenz um Arbeitskräfte wird zunehmen. So wird inzwischen nicht nur ein Mangel an Hochqualifizierten beklagt, die Zeitarbeitsbranche berichtet sogar, dass sie Schwierigkeiten hat, ausreichend geringqualifizierte Kräfte einzustellen. Je mehr Arbeitnehmer die für sie günstige Lage realisieren, umso stärker dürfte die Neigung zunehmen, sich eine neue, besser bezahlte Stelle zu suchen. Umso höhere Löhne und Gehälter werden dann aber die Unternehmen bieten müssen, nicht nur um neue Kräfte zu akquirieren, sondern auch um ihre Stammbeschafteten zu halten. Arbeitnehmer, die bislang unterhalb ihrer Qualifikationen beschäftigt werden, dürften verstärkt versuchen, eine höherwertige Beschäftigung in ihrem bisherigen oder in einem anderen Unternehmen zu finden. Auch dies würde die effektiv gezahlten Löhne und Gehälter tendenziell steigen lassen.

Die aktuelle Dynamik am Arbeitsmarkt dürfte damit mittelfristig Löhne und Gehälter in die Höhe treiben, selbst wenn die Tarifpolitik zunächst zurückhaltend bleibt. Die sogenannten Zweitrundeneffekte der Inflation dürften damit für Deutschland kaum vollständig zu vermeiden sein.

Inflationsausblick für die EWU verhaltener

Die Situation in anderen Ländern der EWU unterscheidet sich in Teilen von der Deutschlands. Aktuell werden alle Mitglieder natürlich von den Rohstoffpreissteigerungen getroffen. Zudem sahen sich einige Länder gezwungen, zur Konsolidierung der Staatshaushalte Verbrauchssteuern zu erhöhen. Die Preistrend in der EWU ist

Die deutsche Inflation wird die der EWU übersteigen



deshalb zurzeit noch geringfügig steiler als hierzulande. Auch dürften die starken Preissteigerungen auf den Vorstufen in anderen Ländern ebenfalls noch nicht vollständig bei den Verbrauchern angekommen sein. Die EWU-Inflationsrate dürfte deshalb noch weiter steigen und wie in Deutschland nach der Jahresmitte die 3-Prozent-Marke erreichen. Auch im Jahresmittel 2011 dürfte die EWU-Inflation mit 2,8% noch leicht über der deutschen Rate von 2,6% liegen.

Für die EWU sehen wir aber eine Chance, dass die Inflationsrate 2012 wieder sinkt. Die vielfach sehr schwachen Arbeitsmärkte dürften kaum Potenzial für Lohnsteigerungen bieten, so dass Zweitrundeneffekte in weiten Teilen der Union ausbleiben. Die EWU-Inflation dürfte deshalb 2012 zwischenzeitlich wieder gegen 2% sinken und im Jahresdurchschnitt 2,3% erreichen. Dagegen erwarten wir für Deutschland 2012 ein weiteres leichtes Anziehen auf 2,7%.

Diese Prognosen setzen aber voraus, dass sich der Anstieg der Rohstoffpreise bald abschwächt, der Euro nicht allzu scharf abwertet und die Lohnpolitik keine aggressive Gangart einschlägt. Sollten sich diese Annahmen als zu optimistisch erweisen, können wir auch nicht ausschließen, dass wir in Deutschland im Verlauf des Jahres 2012 bei der Preissteigerungsrate eine Vier vor dem Komma sehen.

Heinrich Bayer