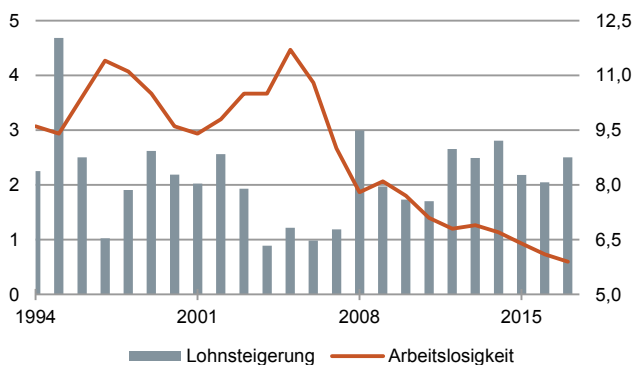


- Löhne reagieren nicht mehr im gewohnten Ausmaß auf Veränderungen am Arbeitsmarkt.
- Das ist nicht nur ein vorübergehender Betriebsunfall, sondern scheint mit dem gewandelten gesellschaftlichen Klima seit der Finanzkrise zusammenzuhängen.
- Es hat erhebliche, überwiegend negative Konsequenzen für die Gesamtwirtschaft. Anleger können sich dagegen darüber freuen.

Es gibt ein Paradox, das mich bei der Betrachtung des wirtschaftlichen Umfeldes immer wieder umtreibt. Wie kann es sein, dass die Arbeitslosigkeit permanent zurückgeht und die Unternehmen händeringend Personal suchen, die Löhne aber nach wie vor nur sehr maßvoll steigen? Im April ist die Arbeitslosigkeit in Deutschland auf den niedrigsten Stand seit der Wiedervereinigung gefallen. Die Nominal-löhne erhöhen sich aber laut den Zahlen der Bundesbank lediglich um 2,5 %. Das ist real fast gar nichts.

LÖHNE UND ARBEITSLOSIGKEIT

Zunahme der Tarifverdienste in % yoy (ls), Arbeitslosenquote in % (rs), Deutschland



Quelle: Bundesbank

Diese Situation widerspricht allen Erkenntnissen der traditionellen volkswirtschaftlichen Theorie. Danach verbessert sich bei günstigerer Konjunktur und sinkender Arbeitslosigkeit die Verhandlungsposition der Gewerkschaften. Sie fordern höhere Löhne. Die Unternehmen sind bereit sie zu zahlen, weil sie mehr Personal brauchen und durch höhere Produktion mehr verdienen können. Die sogenannte Phillipskurve beschreibt diesen Zusammenhang. Sie ist unter Ökonomen weitgehend unbestritten.

Wenn man sich die Entwicklung in den letzten 20 Jahren anschaut, dann sieht die Welt aber ganz anders aus. Zwischen der Entwicklung von Löhnen und Arbeitslosigkeit scheint auf den ersten Blick fast gar kein Zusammenhang zu bestehen. Die Korrelation beträgt gerade mal -0,3.

Allerdings lohnt es sich, etwas genauer hinzuschauen. Man kann hier nämlich zwei Phasen unterscheiden. Bis zur Finanzkrise 2007/8 haben die Löhne durchaus modellgerecht auf die Arbeitslosigkeit reagiert. Wenn die Arbeitslosigkeit zurückging, stiegen die Löhne schneller. Das neue Muster

trat erst danach ein. Seitdem verringerte sich die Arbeitslosigkeit anhaltend und deutlich. Die Lohnsteigerungen bewegten sich jedoch nach wie vor in einer Größenordnung von 2 % bis 3 %, so als ob nichts gewesen wäre. Es sieht so aus, als gäbe es den Zusammenhang der Phillipskurve nicht mehr.

Das bedeutet: Die Finanzkrise hat nicht nur die Finanzmärkte in Unordnung gebracht. Sie hatte auch nachhaltigen Einfluss auf den Arbeitsmarkt. Die üblichen Marktkräfte wirken nicht mehr. Die Löhne haben sich von der Beschäftigung emanzipiert. Das ist nicht nur ein deutsches Phänomen. Auch in anderen Ländern ist es zu beobachten. In den USA beispielsweise steigen die Löhne und Gehälter trotz Vollbeschäftigung und niedriger Arbeitslosigkeit derzeit nur um 2,5 %.

Wie ist das zu erklären? Als erstes denkt man natürlich an die abnehmende Zahl der Gewerkschaftsmitglieder. Sie verringert die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer. Das ist aber nicht überzeugend. Denn auch schon vor der Finanzkrise waren immer weniger Menschen bereit, sich in Gewerkschaften zu organisieren. Auch die Flüchtlingskrise kann hier keine Rolle spielen. Denn erst seit 2015 gibt es so viele Immigranten.

»Der Link zwischen den Gütermärkten und den Arbeitsmärkten ist gestört. Das bringt eine Menge Schieflagen mit sich.«

Die Ursache muss woanders liegen. Aus meiner Sicht entscheidend ist hier der grundlegende Wandel in der Gesellschaft, den wir etwa seit Ende des letzten Jahrzehnts beobachten. Globalisierung, Digitalisierung, langsames Wachstum und Finanzkrisen haben bei den Menschen zu einer zunehmenden Angst vor Arbeitsplatzverlust geführt. Sie fürchten, dass die Unternehmen Jobs in Billiglohnländer verlagern könnten. Sie stellen sich vor, dass Roboter ihre Arbeit übernehmen könnten. Sie vertrauen nicht mehr darauf, dass durch Wachstum neue Arbeitsplätze entstehen. Sie fürchten Finanzkrisen. Als Konsequenz schreibt sich die Politik Arbeitsplatzsicherung als oberstes Ziel auf die Fahnen. In einem solchen Umfeld können die Gewerkschaften natürlich nicht mehr so aggressiv agieren wie früher. Nur

noch bei kleinen Berufsgruppen wie Piloten, Kindergärtnerinnen oder Lockführer gibt es größere Streiks.

Für die Gesamtwirtschaft haben diese Veränderungen erhebliche Konsequenzen. Der Link zwischen den Gütermärkten und den Arbeitsmärkten ist gestört. Das bringt eine Menge Schieflagen mit sich. Der Konjunkturmotor läuft nicht mehr rund. Der kumulative Prozess "mehr Nachfrage → höhere Löhne → mehr Einkommen → mehr Nachfrage" funktioniert nicht mehr. Entsprechend ist das gesamtwirtschaftliche Wachstum geringer. Der Konsum steigt nicht mehr so stark mit der Folge höherer Leistungsbilanzüberschüsse. Im monetären Bereich gibt es keine Lohn-Preis-Spirale mehr. Das verringert die Stabilitätsgefahren. Die Zentralbanken müssen bei der Verfolgung des Stabilitätsziels nicht mehr so rigoros sein. Die Lohnquote ist niedriger. Arbeitnehmer profitieren nicht mehr vom Wirtschaftswachstum. Das verschärft das Gerechtigkeitsproblem in der Gesellschaft. Es ist all das, was die Unzufriedenheit in den letzten Jahren noch befördert hat.

Man sollte das Thema also nicht zu klein schreiben. Es hat erhebliche Auswirkungen auf das gesellschaftliche Klima, auch den sich überall ausbreitenden Populismus. Die Wirtschaftspolitik sollte etwas genauer hinsehen. Was nützt ist mehr Lohnflexibilität entsprechend der Lage am Arbeitsmarkt, in der gegenwärtigen Situation also höhere Lohnsteigerungen.

Für den Anleger

ist die neue Konstellation dagegen positiv. Wenn die Löhne nicht mehr so stark steigen, dann verdienen die Unternehmen besser. Die Aktien gehen nach oben. Wir haben das in den letzten Jahren gesehen. Die Zinsen sind niedriger. Sie erhöhen sich auch nicht so schnell. Das dämpft mögliche Kursverluste für Investoren in Festverzinslichen. Immobilien sind als Anlageobjekt attraktiv (allerdings auch mit der Gefahr der Überhitzung).

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com.
Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf www.assenagon.com.

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u.a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen. Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. Die vorstehenden Informationen richten sich nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des US Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter www.assenagon.com erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke, in welcher Form auch immer, verwendet werden. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt.