

## Es ist der Arbeitsmarkt, stupid

23. August 2017

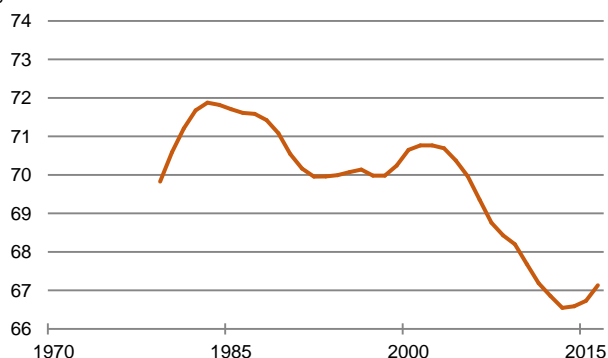
- Die derzeit niedrige Inflation hat viele Gründe. Der wichtigste ist, dass die Arbeitsmärkte nicht richtig funktionieren.
- Das kann nicht durch staatliche Eingriffe in den Verteilungsmechanismus gelöst werden.
- Notwendig sind mehr Offenheit, Transparenz und Wettbewerb auf den Arbeitsmärkten, auch in Deutschland. Das hilft auch der Geldpolitik.

Der Arbeitsmarkt war noch nie ein Musterbeispiel für das Funktionieren der Marktwirtschaft. Dazu gibt es hier viel zu viele sozial begründete Rücksichtnahmen, Rigiditäten und Besonderheiten. Aber das was wir im Augenblick an Fehlsteuerung erleben, geht weit über das Übliche hinaus. Er erklärt – zumindest zum Teil – das ärgerliche Phänomen, dass wir trotz guter Konjunktur eine so niedrige Inflation haben.

Ich will einmal zwei Extreme herausgreifen. Das eine ist die Lage des deutschen Arbeitsmarktes heute. Die Konjunktur boomt, die Arbeitslosigkeit geht zurück. Die Unternehmen suchen händeringend Arbeiter und Angestellte. Und wie reagieren die Löhne? Sie steigen nicht schneller, sondern eher langsamer. Laut der Statistik der Bundesbank hat sich die Zunahme der Effektivverdienste der Arbeitnehmer in den letzten zwei Jahren in Deutschland trotz des Facharbeitsmangels von 2,8 % auf 2,4 % verringert. Wie soll da die Inflation steigen?

**LOHNQUOTE DEUTSCHLAND**

Arbeitnehmerentgelt in % des Volkseinkommens, gleitender Durchschnitt



Quelle: Bundesbank

Das andere Extrem liegt schon etwas zurück. Es betrifft die Zeit nach der ersten Ölkrise Mitte der 70er Jahre. Damals war die Konjunktur schwach. Die Arbeitslosigkeit ging hoch. Gleichzeitig sind die Löhne aber nicht weniger gestiegen, sondern mehr. Zweistellige Erhöhungen waren keine Seltenheit. Das trieb die Inflation auch in Deutschland bis auf zeitweise 8 %. Die Bundesbank musste alle Kraft zusam-

mennehmen, um ein noch größeres Ausufern der Geldentwertung zu verhindern.

Beides sind Ausnahmesituationen. In der überwiegenden Mehrzahl der Jahre verhielt sich der Arbeitsmarkt glücklicherweise mehr oder weniger theoriegerecht. Immer dann, wenn es weniger Arbeitslose gab, stiegen Löhne und Gehälter stärker. Immer dann, wenn die Beschäftigung zurückging, erhöhten sie sich langsamer. Das ist die berühmte Mechanik der Phillips-Kurve.

Wie lassen sich diese unterschiedlichen Entwicklungen erklären? Die Begründung liegt darin, dass Löhne nicht nur Teil des anonymen Marktmechanismus sind zum Ausgleich von Angebot und Nachfrage und zur Beseitigung gesamtwirtschaftlicher Ungleichgewichte. Sie sind immer auch Einkommen und beeinflussen damit die Verteilung in der Gesellschaft.

---

»Macht bekämpft man in  
einer Marktwirtschaft nicht durch  
staatliche Ausgleichszahlungen,  
sondern durch Wettbewerb.«

---

In den 70er Jahren wollten die Gewerkschaften verhindern, dass die Arbeitnehmer allein die Lasten der Ölpreiserhöhung tragen. Sie forderten daher höhere Verdienste als Ausgleich für die höheren Preise. Heute sträuben sich die Unternehmen, dass sie allein die Lasten der Finanzkrise und des verschärften Wettbewerbs im Welthandel schultern müssen. Sie drängen daher auf niedrigere Lohnsteigerungen. Das sind, so schrecklich das aus Sicht eines Marktwirtschaftlers klingen mag, Machtkämpfe, die sich hier vollziehen.

Indiz für die unterschiedlichen Machtverhältnisse auf dem Arbeitsmarkt ist die Lohnquote, das heißt das Verhältnis der Arbeitnehmerentgelte zum Volkseinkommen. In den 70er Jahren war sie bis auf 74 % gestiegen. Das war die Hochzeit der Gewerkschaften. In den 2000er Jahren hat sich das Klima geändert. Die Hartz IV-Gesetze und die in der Finanzkrise stark steigende Arbeitslosigkeit haben die

## Es ist der Arbeitsmarkt, stupid

23. August 2017

Gewerkschaften geschwächt. Die Lohnquote ging zeitweise um zehn Prozentpunkte bis auf unter 64 % zurück. Die Unternehmensgewinne stiegen an.

Der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung hat die niedrigere Lohnquote genützt. Deutschland erlebte den zweitlängsten Aufschwung der Nachkriegszeit. Es wurden viele neue Arbeitsplätze geschaffen. Andererseits sind die Menschen nicht wirklich glücklicher geworden. Die Unzufriedenheit über die trotz Wirtschaftswachstums magere Entwicklung der Einkommen nahm zu. Die Diskussion über die Ungleichheit von Einkommen und Vermögen verschärfte sich. Schließlich: Die Inflation blieb zu niedrig.

Politiker fordern jetzt entsprechende Eingriffe des Staates. Es soll eine Vermögensteuer geben oder eine Reichensteuer. Soziale Wohltaten sollen ausgeweitet werden. Selbst die Zentralbank fordert höhere Löhne. Ich halte das für den falschen Weg. Vor allem bringt es uns am Ende nicht mehr Inflation.

Macht bekämpft man in einer Marktwirtschaft nicht durch staatliche Ausgleichszahlungen, sondern durch Wettbewerb. Die Tatsache, dass sich die Machtverhältnisse in den letzten Jahren so stark verändert haben, hängt damit zusammen, dass es auf dem Arbeitsmarkt immer weniger Wettbewerb gibt. Das gilt für viele Länder der Welt, auch für Deutschland. Bestehende Arbeitsverhältnisse werden geschützt.

Newcomer von außen werden ferngehalten. Das gilt beispielsweise für die rasant steigende Zahl der Leiharbeiter, den wachsenden Niedriglohnssektor oder auch restriktive Handwerksordnungen. Durch all das werden die Löhne künstlich niedrig gehalten. Notwendig ist daher mehr Wettbewerb auf den Arbeitsmärkten.

Die Löhne würden dadurch besser auf die Knappheiten am Arbeitsmarkt reagieren. Die Inflation würde entsprechend der guten Konjunktur steigen. Die Geldpolitik könnte sich von den Nullzinsen verabschieden.

## Für den Anleger

Ausgeglichene Verhältnisse am Arbeitsmarkt wären zwar gesamtwirtschaftlich und im Hinblick auf die Geldpolitik gut, nicht aber für den Aktienmarkt. Die Unternehmensgewinne würden nicht mehr so stark steigen. Die Zinsen gingen nach oben. Die Aktien-Hausse der letzten Jahre könnte zu Ende gehen. Andererseits passiert so etwas nicht sofort, sondern nur allmählich. Zudem kann die Zeit außergewöhnlicher Renditen am Aktienmarkt nicht unendlich dauern. Irgendwann muss mal wieder Normalität eintreten.

**Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com). Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://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 Werbemittelung 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 ausländischen 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](http://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.