

<https://blog.de.erste-am.com/?p=5619>

Wie funktioniert Inflation? – Teil 3: Die Phillips Kurve

Gerold Permoser



© (c) iStock

Zuletzt geht es in der Diskussion um die zukünftige Inflationsentwicklung immer wieder um die Phillips Kurve. Doch was ist die mythische Phillips Kurve?

Die Phillips Kurve ist ein Konzept, das auf den neuseeländischen Ökonomen Alban William Phillips zurückgeht. Dieser präsentierte 1958 in einem Aufsatz Daten über den Zusammenhang zwischen Lohnveränderungen und Arbeitslosigkeit für England über einen Zeitraum von ca. 100 Jahren. Die historischen Daten zeigten einen inversen Zusammenhang. Je höher die Arbeitslosigkeit, desto geringer die Lohnzuwächse. Phillips hat dahinter eine Gesetzmäßigkeit vermutet, die er durch die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer begründet sah. Je niedriger die Arbeitslosigkeit, desto höher die Chance Lohnerhöhungen durchzubringen. Nachdem Lohnkosten einen großen Teil der Kosten von Gütern und Dienstleistungen ausmachen, wurde die ursprüngliche Phillips Kurve sehr bald zu einem Zusammenhang zwischen Inflation, d.h. der Veränderung des Preisniveaus, und der Arbeitslosenrate umgedeutet.

Warum ist die Phillips Kurve wichtig?

Ein berühmtes Zitat von Keynes lautet "Practical men who believe themselves to be quite exempt from any intellectual influence, are usually the slaves of some defunct economist."

Die Phillips Kurve ist trotz aller Kritik an dem Konzept immer noch ein fester Bestandteil der Theoriekanons der Zentralbanken. Diese sehen es als ihre Aufgabe, die Zinsen immer dann zu erhöhen, „... as the party gets going.“ Die Phillips Kurve zeigt, wo man am besten nach der Party suchen sollte.

Viele sagen die Phillips Kurve ist tot? Was ist damit gemeint?

Die Phillips Kurve ist ein Konzept, das immer wieder stark in der Kritik gestanden ist. Das zeigt sich schon darin, dass der Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit und Lohn immer wieder neu spezifiziert bzw. um zusätzliche Einflussfaktoren erweitert wurde.

Meines Erachtens ist die erste Welle der Kritik in den 70er Jahren über die Phillips Kurve hinweggefeht. Die Kritik ging vor allem in zwei Richtungen. Zum einen war es eine empirische Kritik, da im Zuge der Ölkrise der stabile Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation zusammengebrochen war. Stagflation war das ökonomische Problem der 70er und der Misery Index (die Summe aus Inflation und Arbeitslosigkeit) die Kennzahl zum Problem.

Die zweite Kritik, ursprünglich von den späteren Nobelpreisträgern Milton Friedman und Edmund Phelps geäußert, baute auf der theoretischen Grundlage der Phillips Kurve auf. Diese Kritik lässt sich am einfachsten mit einem üblicherweise Abraham Lincoln zugeschriebenen Zitat illustrieren. "You can fool all the people some of the time, and some of the people all the time, but you cannot fool all the people all the time."

Diese Kritik setzte daran an, dass höhere Nominallöhne Arbeitnehmer real nicht reicher machen. Wenn die Inflation korrekt antizipiert wird, würde eine höhere Inflation nichts bewirken. Die Menschen würden klar zwischen nominal und real unterscheiden. Sprich sie würden wissen, dass sie zwar nominal mehr in der Tasche haben, sich real dafür aber nicht mehr kaufen können. Das Resultat wäre eine höhere Inflation bei unverändert hoher Arbeitslosenrate. Damit man in einer solchen Situation eine Wirkung erzielt, müsste die Inflation stärker als erwartet steigen. In so einem Fall würde es kurzfristig zu einem Rückgang der Arbeitslosigkeit kommen. Nach einer kurzen Zeit würden die Menschen aber merken, dass sie real nicht reicher geworden sind, und die Arbeitslosigkeit steigt wieder. In dem Fall müsste man die Dosis der „Inflation“ weiter erhöhen, um eine Wirkung zu erzielen. Am Ende hätte man dann eine Situation, in der die Inflation immer weiter steigt und keinen Einfluss auf die Arbeitslosigkeit mehr hätte. Was ziemlich genau die Situation der 70er Jahre beschreibt.

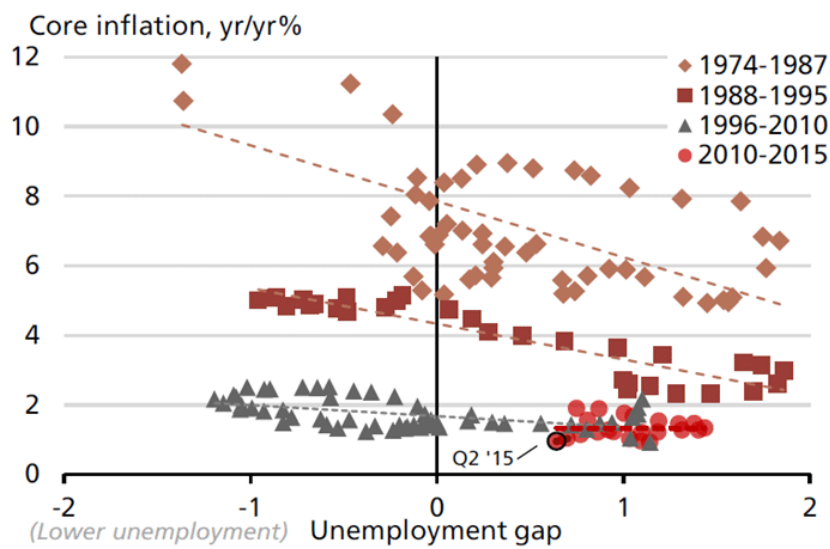
War das das Ende der Phillips Kurve?

Nicht wirklich. Die Phillips Kurve wurde nach dieser Kritik weiterentwickelt. Heutige Spezifikationen enthalten zusätzliche Variable wie die sogenannte Natürliche Rate der Arbeitslosigkeit, die langfristigen Inflationserwartungen, den Einfluss von Importpreisen, Wechselkursen oder Ölpreisen oder die vergangene Inflation, um den Einfluss von Preisindexierungen abzubilden.

Rettete das die Phillips Kurve?

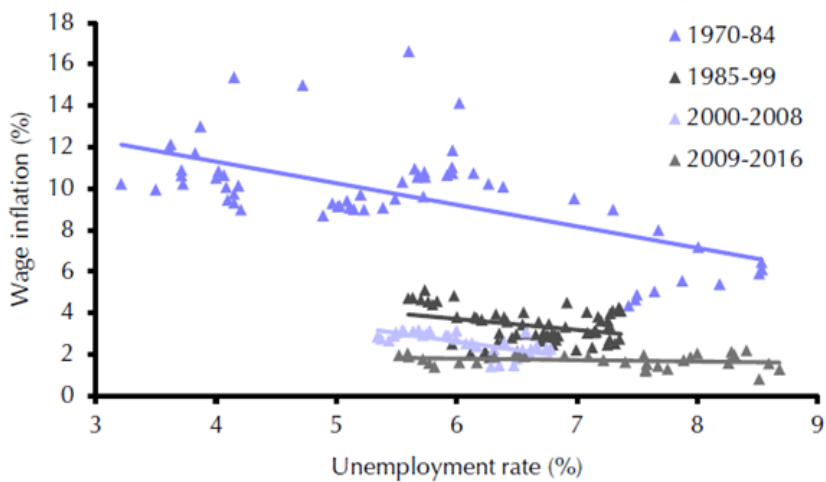
Ich würde sagen, diese Maßnahmen haben dem Konzept zumindest Zeit gekauft. Diese Spezifikationen funktionieren deutlich besser als die ursprüngliche Formulierung von Phillips. Allerdings sieht man, dass über die letzten Jahrzehnte der Zusammenhang zwischen der Arbeitslosigkeit und der Lohnentwicklung immer schwächer geworden ist. Das zeigt sich sehr schön in den nachfolgenden Grafiken, die von verschiedenen Anbietern stammen.

Figure 8: Decades-long "flattening" unlikely to reverse



Source: IMF, OECD, Haver, UBS. Dashed lines show trend. Quarterly averages of core inflation and unemployment gap (unemployment less NAIRU) for advanced economies, subject to data availability.

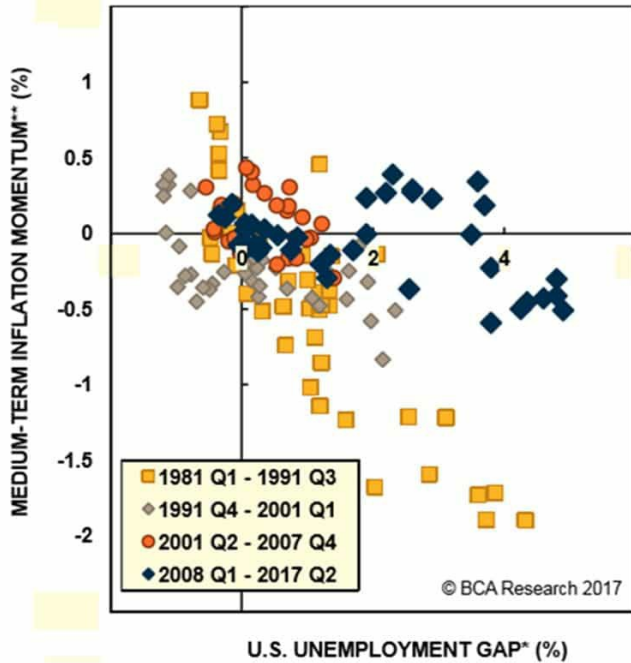
Chart 8: Phillips Curves (G7 Average)



Source: Thomson Datastream, CE. GDP-weighted average.

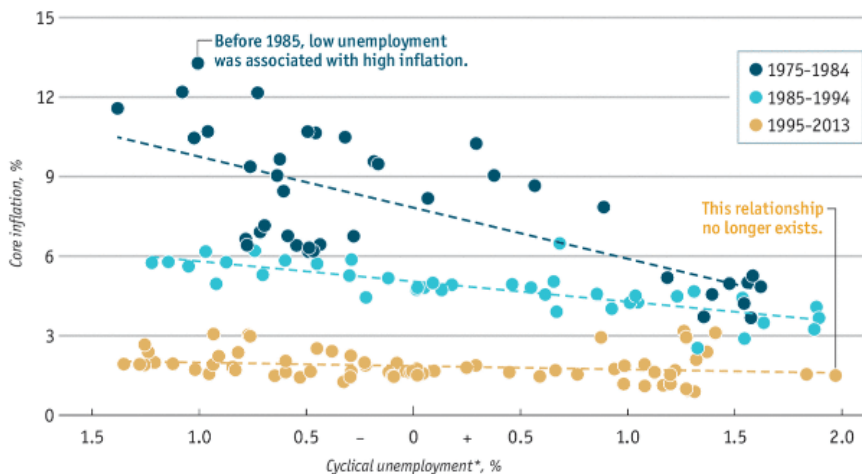
Von Periode zu Periode wird der Zusammenhang schwächer.

The Phillips Curve Has Gotten Flatter



Flatlining

Inflation and cyclical unemployment, average across advanced economies, quarterly



Sources: OECD; IMF

Economist.com

*Actual unemployment minus the "natural" rate of unemployment

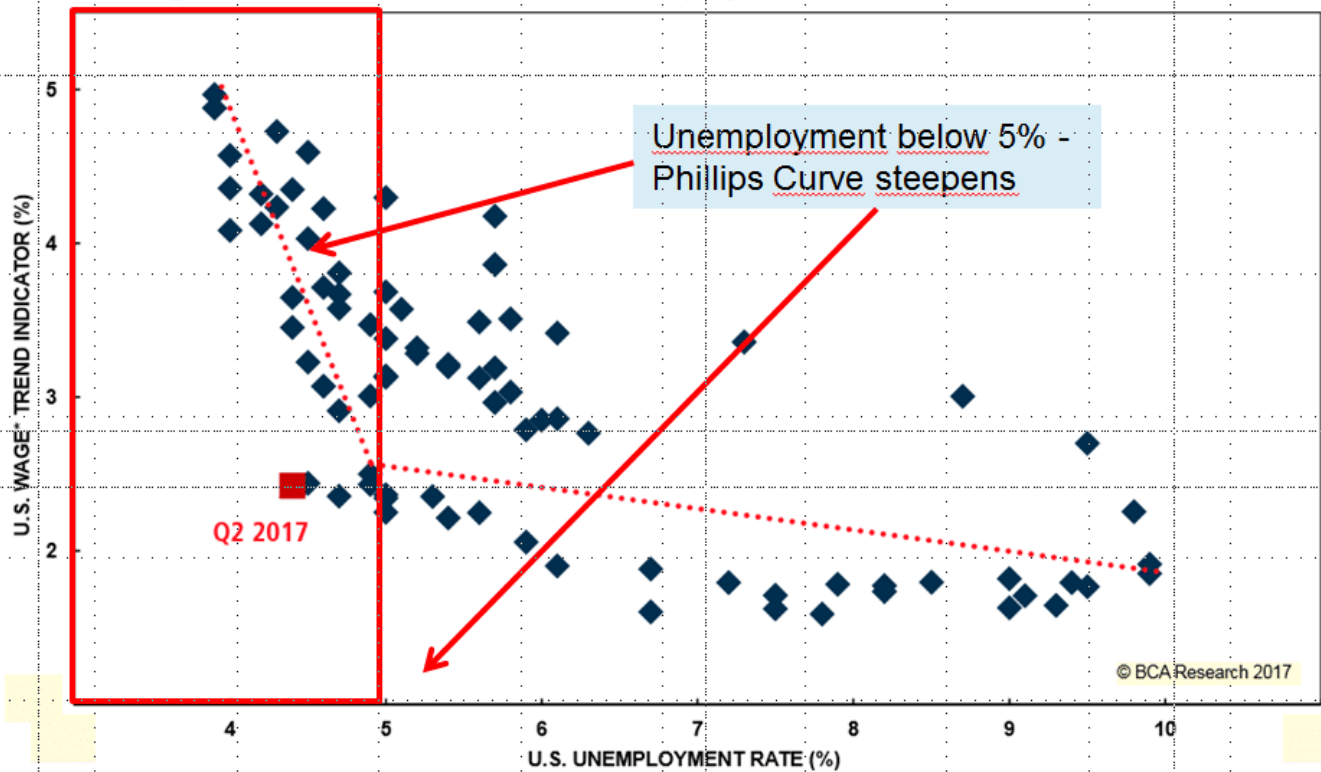
Diese Abschwächung des Zusammenhangs ist der Grund, warum viele Analysten sagen, dass die Phillips Kurve tot ist. Ich würde zwar nicht so weit gehen, aber, um im Bild zu bleiben, sie ist sehr sehr geschwächt und man muss schauen, ob sie überlebt.

Wie kann das sein? Es scheint mir nicht unlogisch, dass eine niedrige Arbeitslosigkeit zu höheren Löhnen führt. Ist das nicht genau der Grund warum ITler viel verdienen? Weil es zu wenige davon gibt?

Es ist ein wenig komplizierter. Zum einen geht es nicht um die Gehälter einer Gruppe, sondern um die Gehälter aller Beschäftigten. Dazu kommt, dass es nach vielen Jahren der Globalisierung nicht mehr um den Arbeitsmarkt eines Landes, sondern um den internationalen Arbeitsmarkt geht. Aber lassen sie mich die Argumente ein wenig strukturieren.

Ein Teil der Marktteilnehmer, geht davon aus, dass die Phillips Kurve weiterhin gesund und munter ist. Von dieser Gruppe werden vor allem zwei Argumente vorgebracht. Zum einen wird mit Messfehlern, sowohl bei Lohnkosten als auch beim Zustand des Arbeitsmarktes argumentiert. Über dieses Thema haben wir ja schon zuvor gesprochen. Die Idee hinter dem Argument ist, dass die Arbeitslosigkeit „schöngerechnet“ wird. Deshalb kann man auch keinen Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit und Lohnwachstum bzw. Inflation sehen. Das zweite Argument lautet, dass der Zusammenhang zwischen Arbeitsmarkt und Löhnen nicht linear, sondern konvex bzw. „geknickt“ ist. Solange die Arbeitslosigkeit hoch ist, hat sie keinen Einfluss auf die Inflation. Wird der Arbeitsmarkt aber sehr eng, steigen die Löhne an. In dem Fall könnte es, sobald der Knickpunkt erreicht ist, plötzlich sehr schnell zu höherer Inflation kommen.

U.S. Wage Growth Accelerates Once The Unemployment Rate Falls To Low Levels



* FIRST PRINCIPAL COMPONENT OF THE ATLANTA FED WAGE TRACKER AND THE FOLLOWING FOUR WAGE SERIES: AVERAGE HOURLY EARNINGS OF TOTAL PRIVATE NONFARM PRODUCTION AND NONSUPERVISORY EMPLOYEES; EMPLOYMENT COST INDEX: PRIVATE INDUSTRY COMPENSATION; NONFARM BUSINESS SECTOR COMPENSATION PER HOUR; AND MEDIAN USUAL WEEKLY EARNINGS OF FULL-TIME WAGE AND SALARY WORKERS.

Einige Experten gehen wiederum davon aus, dass die Phillips Kurve wirklich tot ist. Hier werden vor allem zwei Argumentationslinien verfolgt:

- Der große Erfolg der Zentralbanken, die langfristigen Inflationserwartungen zu „verankern“, hat zur Folge gehabt, dass diese immer mehr zu einer selbsterfüllenden Prophezeiung wurden. Wenn alle davon ausgehen, dass die Inflation immer bei 2% liegen wird, dann werden alle wirtschaftlichen Akteure ihr Verhalten an dieser Erwartung ausrichten. Entsprechend wird das System immer wieder zu diesem Wert konvergieren. Externe Schocks, wie z.B. ein Anstieg des Ölpreises, und damit der Inflation, werden einfach als temporär gesehen und quasi ignoriert. Sie „waschen“ sich damit recht bald aus der Statistik und die Inflation kehrt zum Ankerpunkt von 2% zurück.
- Die andere Argumentationsschiene baut darauf auf, dass sich die Machtverhältnisse zwischen den Inputfaktoren Kapital und Arbeit massiv verschoben haben. Nach der 1978 durch Deng Xiaoping eingeleiteten Öffnung Chinas und dem Ende des Kommunismus 1989 ist der Arbeitsmarkt ein globaler geworden. Die Arbeitskräfte in den Industrieländern konkurrieren heute mit Milliarden Arbeitskräften in den Schwellenländern. Diese Konkurrenz hält die Löhne niedrig. Inzwischen kommt schon die nächste Revolution auf uns. Künstliche Intelligenz und Roboter machen viele Arbeiten noch billiger als es die verlängerten Werkbänke in den Schwellenländern tun. Dazu kommt, dass sich durch Thatcher und Reagan auch das gesellschaftliche Klima gedreht hat und wirtschaftsfreundlicher ist. Eine, auch damit in Zusammenhang stehende, Änderung des institutionellen Set Ups über die letzten Jahre, z.B. durch die Schwächung der Rolle der Gewerkschaften, hat ihr Übriges dazu beigetragen, damit der Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation nicht mehr vorhanden ist.

Was heißt das für die Märkte?

Ich denke, für die Märkte sind vor allem zwei Faktoren interessant. Kurzfristig wird es darum gehen, welche der obigen Hypothesen sich als richtig herausstellt. Die Arbeitslosigkeit ist so niedrig, und die „Reserven“ am Arbeitsmarkt zumindest in den USA so gering, dass es, wenn die Phillips Kurve weiterhingilt, zu einem Anstieg der Inflation kommen sollte. Genau deshalb haben die jüngsten Lohn und Inflationszahlen, die höhere als erwartete waren, die Märkte so erschüttert.

Langfristig spannender fände ich das Gegenteil. Wenn trotz engem Arbeitsmarkt die Inflation nicht ansteigt, müssen sich die Zentralbanken irgendwann die Frage nach ihrem „Business Model“ und ihrem Werkzeugkasten gefallen lassen. Wenn die Inflation konstant bei 2% oder sogar unter dem Ziel der Zentralbank liegt, gleichzeitig immer wieder Finanz- und Wirtschaftskrisen ausbrechen, dann ist eine zu starke Fokussierung auf ein Inflationsziel und *Inflation Targeting* als Weg dieses zu erreichen nicht der beste Set Up für die Zentralbanken. Die letzten Rezessionen waren alle nicht klassisch, in dem Sinn, dass die Zentralbanken die Zinsen erhöhen mussten, um einen Anstieg der Inflation zu stoppen. Wenn Zentralbanken aber ständig auf etwas reagieren müssen, das in keinem Zusammenhang mit ihrem Ziel steht, stellt sich die Frage, ob sie das richtige Ziel verfolgen.

Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemittelung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle Erste Asset Management GmbH. Die Kommunikationssprache der Vertriebsstellen ist Deutsch und jene der Verwaltungsgesellschaft zusätzlich auch Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und veröffentlicht. Für die von der Erste Asset Management GmbH verwalteten Alternative Investment Fonds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt.

Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ sowie das Basisinformationsblatt sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com jeweils in der Rubrik Pflichtveröffentlichungen abrufbar und stehen dem/der interessierten Anleger/in kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen das Basisinformationsblatt erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage www.erste-am.com ersichtlich. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte ist in deutscher und englischer Sprache auf der Homepage www.erste-am.com/investor-rights abrufbar sowie bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich.

Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb von Anteilscheinen im Ausland getroffen hat, unter Berücksichtigung der regulatorischen Vorgaben wieder aufzuheben.

Hinweis: Sie sind im Begriff, ein Produkt zu erwerben, das schwer zu verstehen sein kann. Bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, empfehlen wir Ihnen, die erwähnten Fondsdokumente zu lesen. Diese Unterlagen erhalten Sie zusätzlich zu den oben angeführten Stellen kostenlos am jeweiligen Sitz der vermittelnden Sparkasse und der Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG. Sie können die Unterlagen auch elektronisch abrufen unter www.erste-am.com.

Wichtig: Die im Basisinformationsblatt angeführten Performance-Szenarien beruhen auf einer Berechnungsmethodik, die in einer EU-Verordnung vorgegeben ist. Die künftige Marktentwicklung lässt sich nicht

genau vorhersagen. Die dargestellten Performance-Szenarien zeigen nur mögliche Erträge auf, basieren dabei aber auf den Erträgen in der jüngeren Vergangenheit. Die tatsächlichen Erträge könnten niedriger ausfallen als angegeben.

Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Merkmale unserer Anleger:innen hinsichtlich des Ertrags, der steuerlicher Situation, Erfahrungen und Kenntnisse, des Anlageziels, der finanziellen Verhältnisse, der Verlustfähigkeit oder Risikotoleranz.

Bitte beachten Sie: Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Eine Veranlagung in Wertpapieren birgt neben den geschilderten Chancen auch Risiken. Der Wert von Anteilen und deren Ertrag können sowohl steigen als auch fallen. Auch Wechselkursänderungen können den Wert einer Anlage sowohl positiv als auch negativ beeinflussen. Es besteht daher die Möglichkeit, dass Sie bei der Rückgabe Ihrer Anteile weniger als den ursprünglich angelegten Betrag zurückerhalten. Personen, die am Erwerb von Investmentfondsanteilen interessiert sind, sollten vor einer etwaigen Investition den/die aktuelle(n) Prospekt(e) bzw. die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“, insbesondere die darin enthaltenen Risikohinweise, lesen. Ist die Fondswährung eine andere Währung als die Heimatwährung des/der Anleger:in, so können Änderungen des entsprechenden Wechselkurses den Wert der Anlage sowie die Höhe der im Fonds anfallenden Kosten - umgerechnet in die Heimatwährung - positiv oder negativ beeinflussen.

Wir dürfen dieses Finanzprodukt weder direkt noch indirekt natürlichen bzw. juristischen Personen anbieten, verkaufen, weiterverkaufen oder liefern, die ihren Wohnsitz bzw. Unternehmenssitz in einem Land haben, in dem dies gesetzlich verboten ist. Wir dürfen in diesem Fall auch keine Produktinformationen anbieten.

Zu den Beschränkungen des Vertriebs des Fonds an amerikanische oder russische Staatsbürger entnehmen Sie die entsprechenden Hinweise dem Prospekt bzw. den „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“.

In dieser Mitteilung wird ausdrücklich keine Anlageempfehlung erteilt, sondern lediglich die aktuelle Marktmeinung wiedergegeben. Diese Mitteilung ersetzt somit keine Anlageberatung und berücksichtigt weder die Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen, noch unterliegt sie dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Die Unterlage stellt keine Vertriebsaktivität der Verwaltungsgesellschaft dar und darf somit nicht als Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanz- oder Anlageinstrumenten verstanden werden.

Die Erste Asset Management GmbH ist mit den vermittelnden Sparkassen und der Erste Bank verbunden.

Beachten Sie auch die „Informationen über uns und unsere Wertpapierdienstleistungen“ Ihres Bankinstituts.

Druckfehler und Irrtümer vorbehalten.



Gerold Permoser

Gerold Permoser ist seit Anfang April 2013 Veranlagungschef (Chief Investment Officer) der Erste Asset Management.

In dieser Funktion verantwortet er die gesamten Asset Management Aktivitäten und Anlagestrategien aller Investmentfonds der Erste Asset Management Gruppe in Österreich, Deutschland, Kroatien, Rumänien, der Slowakei, Tschechien und Ungarn. Vor seinem Eintritt im Unternehmen übte er diese Funktion bei Macquarie Investmentmanagement Austria KAG aus. Permoser verfügt über Erfahrung im Veranlagungsbereich seit 1997.

Er begann seine Karriere als Fixed-Income Analyst in der Creditanstalt in Wien. Im Jahr 2000 wechselte er in das Fondsmanagement der Innovest KAG. Dort konnte er maßgebliche Akzente im Investmentbereich setzen und avancierte dann zum CIO (Leiter der Asset Allocation und des Research). Gerold Permoser studierte an der Universität Innsbruck und ist CFA-Charterholder. Er trägt an der Universität Wien und bei verschiedenen Post-Graduate Ausbildungen für Analysten und Portfoliomanager vor (z. B: bei der Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften, VÖIG).