

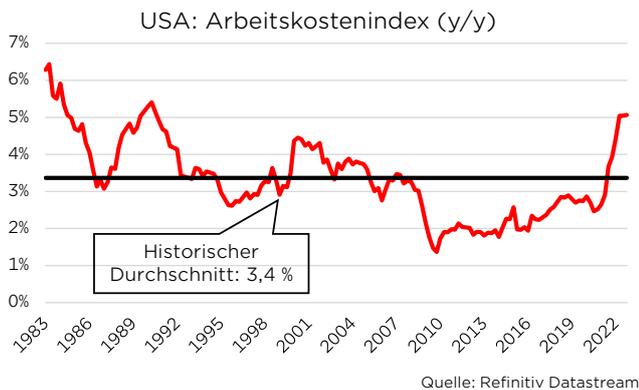


# Konjunktur und Strategie

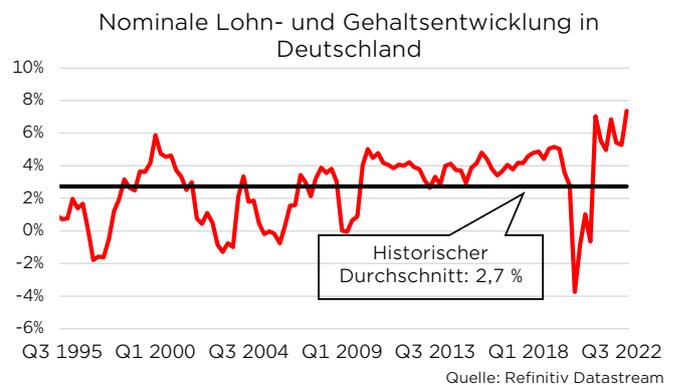
30. März 2023

## Sind die aktuellen Lohnforderungen überzogen?

Mit dem kräftigen Anstieg der Inflationsrate im letzten Jahr sind auch die Forderungen nach höheren Löhnen und Gehältern lauter geworden. In den USA haben sich die Lohnforderungen bereits 2022 sehr zügig materialisiert und zu einem kräftigen Anstieg der Arbeitskosten geführt. So stieg die Wachstumsrate des Arbeitskostenindex in den USA deutlich an und belief sich 2022 auf durchschnittlich 4,9 Prozent. Damit lag er über dem historischen Durchschnitt von rund 3,4 Prozent.



In Deutschland machen sich aufgrund des relativ höheren gewerkschaftlichen Organisationsgrades die gestiegenen Löhne und Gehältern erst mit zeitlicher Verzögerung bemerkbar. Allerdings sind mit der Anhebung des Mindestlohns zum Oktober 2022 sowie den ersten höheren Tarifabschlüssen (vgl. Tabelle 1) die Löhne und Gehälter in Deutschland im vergangenen Jahr ebenfalls angestiegen. Im vierten Quartal 2022 – neuere Daten sind zum jetzigen Zeitpunkt nicht verfügbar – lag die Wachstumsrate der nominalen Löhne und Gehälter mit 7,4 Prozent über dem historischen Durchschnitt von rund 2,7 Prozent.



Wird der Lohndruck in Deutschland weiter zunehmen? Dass die Löhne und Gehälter in den kommenden Monaten überdurchschnittlich ansteigen, dürfte im aktuellen Inflationsumfeld und vor dem Hintergrund der Lohnforderungen der Gewerkschaften eindeutig sein. So fordert beispielsweise die Eisenbahn- und Verkehrsgewerkschaft (EVG) zwölf Prozent höhere Löhne beziehungsweise mindestens 650€ mehr Lohn pro Monat und machte mit bundesweiten Warnstreiks zu Beginn der Woche auf sich aufmerksam. Darüber hinaus stehen Tarifeinigungen unter anderem im öffentlichen Dienst und im Einzelhandel aus – beide Branchen vereinen rund 10,7 Prozent aller Erwerbstätigen in Deutschland (vgl. Tabelle 2). Der Lohndruck wird also stärker.

Tabelle 1: Auswahl an Tarifabschlüssen 2022 in Deutschland

Branche	Personal	Anteil an		Abschluss
		Erwerbspersonen	Lohnforderung	
Metallindustrie	3.639.000	7,8%	8 % (IG Metall)	5,2 % (2023); 3,3 % (2024)
Chemische Industrie	578.500	1,2%	-	3,25 % (2023); 3,25 % (2024)
Gebäudereinigerhandwerk	487.100	1,0%	-	9,7 % (2022); 3,2 % (2024)
Bankgewerbe	213.000	0,5%	4,5 % (ver.di)	3 % (2022); 2% (2023)
Versicherungsgewerbe	169.600	0,4%	5 % (ver.di)	3 % (2022); 2% (2023)
Druckindustrie	124.800	0,3%	5 % (ver.di)	2 % (2022); 1,5 % (2023)
Eisen- und Stahlindustrie	92.000	0,2%	8,2 % (IG Metall)	6,50%
<b>Gesamt</b>	<b>5.304.000</b>	<b>11,3%</b>		

Quelle: WSI-Tarifarchiv: Sonderregelungen wie Einmalzahlungen oder Lohnanstiege um feste Summen wurden nicht aufgeführt.

Wie sind die aktuellen Lohnforderungen der Gewerkschaften einzuordnen? Sind diese überzogen oder doch

# Konjunktur und Strategie

gerechtfertigt? Um einen Überblick über diese hochpolitische Diskussion zu geben, haben wir die wesentlichen Argumente gegen und für weitere Lohnsteigerungen zusammengetragen.

Tabella 2: Auswahl an Tarifrunden 2023 in Deutschland

Branche	Personal	Anteil an Erwerbspersonen	Lohnförderung	Abschluss
Einzelhandel	2.625.000	5,6%		
Öffentlicher Dienst	2.385.000	5,1%	10,5 % (ver.di)	
Groß- und Außenhandel	1.175.000	2,5%		
Zeitarbeit	735.000	1,6%	-	7,7 % (2023); 3,2 % (2024)
Deutsche Post	160.000	0,3%	15 % (ver.di)	durchschnittlich 11,5 % (2024)
Deutsche Bahn	120.000	0,3%	12 % (EVG)	
Textilindustrie	69.000	0,1%	8 % (IG Metall)	
Gesamt	7.269.000	15,5%		

Quelle: WSI-Tarifarchiv; Sonderregelungen wie Einmalzahlungen oder Lohnanstiege um feste Summen wurden nicht aufgeführt.

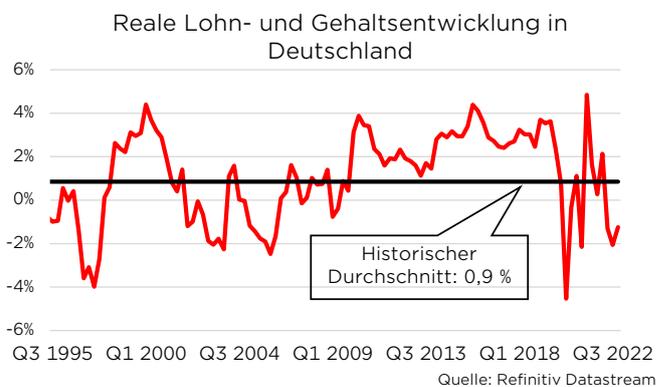
## Was spricht gegen Lohnsteigerungen?

Klar ist, dass aus betriebswirtschaftlicher Perspektive weitere Lohnsteigerungen negativ zu beurteilen sind. Vor allem im letzten Jahr nahm die Kostenbelastung aufgrund stark gestiegener Energiepreise sowie anhaltender Lieferengpässe erheblich zu, sodass viele Unternehmen bereits auf eine harte wirtschaftliche Probe gestellt wurden. Weitere Lohnsteigerungen würden den Druck auf die Gewinnmargen verstärken und unter Umständen zu Insolvenzen führen. Aber nicht nur auf der Mikroebene, sondern auch gesamtwirtschaftlich betrachtet könnten zu starke Lohnsteigerungen wirtschaftliche Herausforderungen herbeiführen. Im Fokus steht die Sorge um eine ausufernde Lohn-Preis-Spirale, die die Gefahr einer dauerhaft erhöhten Inflation forciert. Folglich müsste die EZB länger an ihrer kontraktiven Geldpolitik festhalten und würde aufgrund des restriktiven Zinsumfelds den konjunkturellen Gegenwind aufrechterhalten. Aber auch aus Sicht von Aktieninvestoren/-innen sind steigende Gewinnmargen begünstigt durch stagnierende Arbeitskosten und gleichzeitig ansteigende Absatzpreise wünschenswert.

## Was spricht für Lohnsteigerungen?

Es gibt aber auch gute Gründe, sich den Lohnforderungen der Gewerkschaften anzunähern und Arbeitnehmenden höhere Löhne und Gehälter zu zahlen. Zunächst hält sich die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale aus heutiger Sicht in Grenzen. Auch wenn in den USA die Arbeitskosten deutlich angestiegen sind und wir vor einem Jahr hier erste Anzeichen für eine Lohn-Preis-Spirale identifiziert haben, hat sich die Entwicklung seitdem glückli-

cherweise nicht weiter verschärft, sodass sich unsere ursprünglichen Befürchtungen bis jetzt nicht bewahrheitet haben. In Deutschland sieht die Lage (noch) entspannter aus, wenngleich sich die höheren Tarifabschlüsse erst mit zeitlicher Verzögerung in den offiziellen Zahlen widerspiegeln. Dabei geht das Inflationsrisiko aber nicht nur auf die Lohnforderungen der Beschäftigten zurück, sondern wird durch die steigenden Gewinnmargen der Unternehmen deutlich erhöht. Vor allem Firmen im Handel, Gastgewerbe und Bau haben laut dem ifo-Institut die Teuerungswelle genutzt und ihre Absatzpreise stärker angehoben als es durch die Entwicklung der Einkaufspreise gerechtfertigt war.<sup>1</sup> Wir haben es also nicht nur mit einer „Kosteninflation“, sondern gleichzeitig mit einer „Gewinninflation“ zu tun. Dabei liegt letztere in der Verantwortung der Arbeitgeber.



Ein Blick auf die Entwicklung der Reallöhne in Deutschland liefert ein weiteres Argument für Lohnsteigerungen. Auch wenn sich gesamtwirtschaftlich betrachtet in der vorigen Dekade Arbeitnehmer/-innen über einen stetigen Reallohnanstieg freuen durften, ließen die historisch hohen Inflationsraten die Realeinkommen zuletzt abstürzen. Zwar konnte bislang der reale Kaufkraftverlust durch die „Corona-Ersparnisse“ abgefedert werden, jedoch laufen die finanziellen Reserven aus und dämpfen die privaten Konsumausgaben. Da die Preissteigerungsraten in den kommenden Monaten weiter über der Zielinflationsrate der EZB von zwei Prozent liegen dürften, ist bei stagnierenden Löhnen mit keiner raschen Erholung der Realeinkommen zu rechnen.

Welche Effekte haben steigende Löhne für den Arbeitsmarkt?<sup>2</sup> Einerseits schaffen Lohnerhöhungen für Beschäftigte Anreize, in besser bezahlte und produktivere

<sup>1</sup> <https://www.ifo.de/DocDL/20221207-Ragnitz-Gewinninflation-Dezember-2022.pdf>

<sup>2</sup> <https://www.ifo.de/stellungnahme/2023-03-13/ifo-standpunkt-243-hoehere-loehne-fachkraeftemangel> und

[https://www.diw.de/de/diw\\_01.c.868333.de/nachrichten/warnstreiks\\_nehmen\\_zu\\_sechs\\_gruende\\_warum\\_deutliche\\_lohnerhoehungen\\_nuetzlich\\_sind.html](https://www.diw.de/de/diw_01.c.868333.de/nachrichten/warnstreiks_nehmen_zu_sechs_gruende_warum_deutliche_lohnerhoehungen_nuetzlich_sind.html)

Jobs zu wechseln. Das steigert den Wettbewerb, bedeutet aber auch, dass Unternehmen, die im Wettbewerb nicht mithalten können, sich aus dem Markt zurückziehen. Unliebsame Tätigkeiten würden wegfallen und im Idealfall automatisiert werden. Gesamtwirtschaftlich ergibt sich daraus ein Gewinn. Allerdings herrscht auf dem Arbeitsmarkt kein perfekter Wettbewerb – vielmehr ist er durch Friktionen gekennzeichnet: Beschäftigte verfügen beispielsweise über spezifische Fähigkeiten und sind nicht wie ein homogenes Gut beliebig austauschbar. Andererseits sind nicht alle Beschäftigte bereit oder in der Lage, ihren Arbeitsstandort ohne Weiteres zu wechseln. Daraus ergibt sich sowohl für den Arbeitgeber als auch für den Arbeitnehmer eine besondere Marktmacht, die die Lohnsetzungsdynamik beeinflusst. Ferner führen die Friktionen auf dem Arbeitsmarkt dazu, dass Beschäftigte nicht immer effizient allokiert werden. So würden Arbeitskräfte bei mehr Wettbewerb dort eingesetzt werden, wo sie produktiver sind. Das bedeutet, dass Arbeitskräfte beispielsweise von einem weniger innovativen Unternehmen zu einem produktiveren Start-up wechseln, das ohne zusätzliche Beschäftigte nicht wachsen kann. Aus einer effizienteren Allokation der Arbeitskräfte würden sich also wiederum positive gesamtwirtschaftliche Effekte entfalten.

Laut dem ifo-Institut und dem DIW Berlin ergeben sich durch Lohnerhöhungen noch weitere positive Nebeneffekte (vgl. Fußnote 2). So würden steigende Löhne stille Reserven auf dem Arbeitsmarkt mobilisieren und damit dem Fachkräftemangel sowie den anstehenden Herausforderungen des demografischen Wandels zum Teil entgegenwirken. Ferner würden Lohnsteigerungen vor allem im Niedriglohnbereich Potentiale heben. Denn zum einen fällt in diesem Einkommenssegment der zusätzliche Konsumeffekt durch Lohnsteigerungen größer aus als in höheren Einkommensklassen, da bei letzterer steigende Einkünfte häufig nur die Sparquote erhöhen. Zum

anderen müssten weniger Menschen aus dem Niedriglohnbereich soziale Leistungen in Anspruch nehmen, wodurch das deutsche Sozialsystem wiederum entlastet werden würde.

## Wie lautet unser Fazit?

Je nach Perspektive erscheinen die Lohnforderungen der Gewerkschaften überzogen oder längst überfällig. Arbeitgeberverbände verweisen auf die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale und setzen daher verstärkt auf Einmalzahlungen. Gewerkschaften hingegen führen die hohen Reallohnverluste an und rechtfertigen ihre Lohnforderungen mit weiter anhaltenden hohen Preissteigerungsraten. Die Herausforderung wird darin liegen, Balance zwischen Arbeitgeber- und Arbeitnehmerforderungen zu halten und eine Lohn-Preis-Spirale zu vermeiden. Dabei wirken die Lohnforderungen der Gewerkschaften auf den ersten Blick natürlich ambitioniert, allerdings relativieren sich die Gewerkschaftsforderungen bei einem Blick auf die vergangenen Tarifabschlüsse (vgl. Tabelle 1): In der Regel fielen die tatsächlichen Lohnabschlüsse geringer aus als die initialen Forderungen und wurden zudem zeitlich gestreckt. Vor allem die Stufenerhöhung ist positiv zu beurteilen, da zum einen die Kostenbelastung der Unternehmen kurzfristig geschont wird, die Preisüberwälzung an den Endverbraucher eingefangen wird und zum anderen die Gefahr einer ausufernden Lohn-Preis-Spirale im Zaum gehalten wird. Wichtig ist aber auch, dass die Tarifabschlüsse nur einen relativ geringen Teil der Beschäftigten in Deutschland betreffen, wenngleich steigende Tariflöhne Signalwirkungen auf außertarifliche Lohnverhandlungen haben. Unterm Strich und unter der Prämisse, dass eine Lohn-Preis-Spirale vermieden wird, überwiegen aus unserer Sicht die gesamtwirtschaftlichen Vorteile weiterer (moderater) und zeitlich gestreckter Lohnsteigerungen.

## Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	30.03.2023	23.03.2023	28.02.2023	29.12.2022	29.03.2022	30.12.2022
<b>Aktienmärkte</b>	14:14	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	32718	1,9%	0,2%	-1,5%	-7,3%	-1,3%
S&P 500	4080	3,3%	2,8%	6,0%	-11,9%	6,3%
Nasdaq	11926	1,2%	4,1%	13,8%	-18,4%	13,9%
Russell 2000	1772	3,0%	-6,6%	0,3%	-16,9%	0,6%
DAX	15514	2,0%	1,0%	10,3%	4,7%	11,4%
MDAX	27315	0,2%	-4,7%	7,4%	-14,3%	8,7%
TecDAX	3302	0,9%	3,0%	11,8%	-1,8%	13,0%
EuroStoxx 50	4290	2,0%	1,2%	11,4%	7,2%	13,1%
Stoxx 50	3924	2,4%	0,7%	6,0%	4,7%	7,5%
SMI (Swiss Market Index)	11047	3,1%	-0,5%	1,7%	-10,4%	3,0%
FTSE 100	7633	1,8%	-3,1%	1,6%	1,3%	2,4%
Nikkei 225	27783	1,3%	1,2%	6,5%	-1,7%	6,5%
Brasilien BOVESPA	101793	3,9%	-3,0%	-7,2%	-15,2%	-7,2%
Russland RTS	1007	1,8%	6,4%	7,5%	14,2%	3,8%
Indien BSE 30	57960	0,1%	-1,7%	-5,2%	0,0%	-4,7%
China CSI 300	4039	0,0%	-0,8%	4,7%	-2,3%	4,3%
MSCI Welt	2739	1,6%	0,9%	4,9%	-11,9%	5,3%
MSCI Welt SRI	2666	1,4%	1,7%	-2,3%	-12,6%	7,8%
MSCI Emerging Markets	980	0,2%	1,7%	2,4%	-13,8%	2,5%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	135,87	-117	296	188	-2150	294
Bobl-Future	117,89	-77	271	171	-1057	214
Schatz-Future	105,75	-31	77	20	-493	33
3 Monats Euribor	3,02	12	63	111	349	113
3M Euribor Future, Dez 2023	3,41	3	-52	-14	208	-20
3 Monats \$ Libor	5,16	3	19	41	415	39
Fed Funds Future, Dez 2023	4,44	41	-87	-17	147	-20
10-jährige US Treasuries	3,56	17	-37	-28	116	-27
10-jährige Bunds	2,34	14	-27	-13	172	-23
10-jährige Staatsanl. Japan	0,34	3	-17	-11	9	-8
10-jährige Staatsanl. Schweiz	1,19	3	-25	-37	52	-42
US Treas 10Y Performance	600,10	-1,5%	3,1%	3,6%	-7,0%	3,5%
Bund 10Y Performance	542,07	-1,0%	3,2%	2,3%	-11,9%	3,2%
REX Performance Index	435,73	0,1%	2,0%	0,7%	-7,2%	0,7%
IBOXX AA, €	3,58	11	-20	4	218	-2
IBOXX BBB, €	4,58	14	-5	-6	246	-12
ML US High Yield	8,82	-1	14	-16	263	-15
Wandelanleihen Exane 25	6620	0,0%	0,0%	-0,4%	-11,3%	0,0%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
S&P Commodity Spot Index	563,22	2,4%	-3,2%	-6,6%	-23,0%	-7,7%
MG Base Metal Index	422,22	3,3%	1,6%	1,1%	-21,6%	0,9%
Rohöl Brent	78,79	4,4%	-6,2%	-4,3%	-28,7%	-7,2%
Gold	1969,10	-1,0%	7,8%	8,6%	3,0%	8,5%
Silber	23,28	0,9%	11,8%	-3,0%	-5,5%	-2,0%
Aluminium	2337,50	2,6%	0,4%	-1,6%	-31,6%	-0,5%
Kupfer	9008,75	-0,3%	0,6%	7,1%	-12,7%	7,7%
Eisenerz	126,01	-0,5%	0,2%	13,5%	-16,1%	13,2%
Frachtraten Baltic Dry Index	1407	-5,2%	42,1%	-7,1%	-41,8%	-7,1%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,0885	0,1%	2,5%	2,2%	-1,8%	2,1%
EUR/ GBP	0,8816	-0,3%	0,6%	-0,4%	4,3%	-0,6%
EUR/ JPY	144,42	1,1%	-0,6%	1,5%	5,7%	2,7%
EUR/ CHF	0,9959	-0,1%	0,1%	1,2%	-3,9%	1,1%
USD/ CNY	6,8795	0,8%	-0,8%	-1,3%	8,1%	-0,3%
USD/ JPY	132,86	1,6%	-2,5%	-0,1%	8,1%	1,3%
USD/ GBP	0,8101	-0,2%	-1,9%	-2,4%	6,4%	-2,6%

Quelle: Refinitiv Datasream

Carsten Klude  
+49 40 3282-2572  
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller  
+49 40 3282-2452  
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse  
+49 40 3282-2411  
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite  
+49 40 3282-2439  
cjasperneite@mmwarburg.com

Simon Landt  
+49 40 3282-2401  
mlandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.