

# Konjunktur und Strategie

23. Februar 2023

## Die NAIRU liegt über der Arbeitslosenquote: Ein Warnsignal?

Manchmal verwenden Volkswirte Abkürzungen für Sachverhalte und Zusammenhänge, die außerhalb der Welt der Volkswirte nahezu unbekannt sind, obwohl sie eigentlich trotzdem jeden betreffen. Ein schönes Beispiel dafür ist die fast schon sagenumwobene NAIRU. Die Abkürzung NAIRU steht für non-accelerating inflation rate of unemployment. Auf Deutsch spricht man auch von der inflationsstabilen, strukturellen Arbeitslosenquote. Das ist die Arbeitslosenquote, die mit einer stabilen Inflation vereinbar ist. Dieses Konstrukt mag sich schon fast abschreckend akademisch anhören, spielt aber eine praktische Rolle für die Geldpolitik und damit für die Märkte.

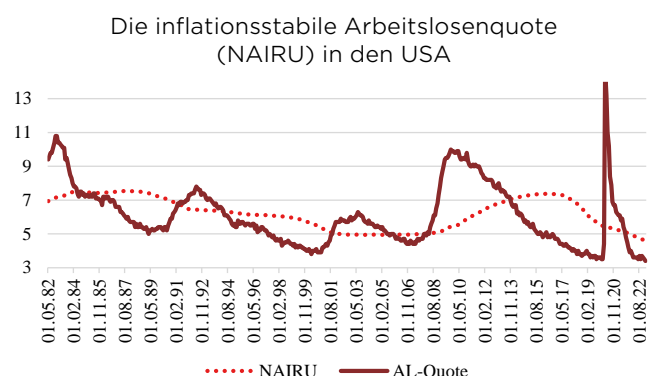
Der Zusammenhang ist mathematisch recht einfach zu beschreiben: Die NAIRU-Formel postuliert, dass eine Abweichung der tatsächlichen Arbeitslosenquote von der gleichgewichtigen NAIRU zwangsläufig zu einer Veränderung der Inflationsrate führt. Liegt die tatsächliche Arbeitslosenquote unter der NAIRU, steigt, die Inflation. Liegt die Arbeitslosenquote darüber, fällt die Inflation. Der Umfang dieses Effektes wird über einen Parameter bestimmt, der wiederum zu einem gewissen Grad davon abhängig ist, wie rigide der Arbeitsmarkt organisiert ist. Wenn man nun sowohl die NAIRU als auch diesen Parameter kennt, ließe sich sehr gut daraus ableiten, welcher Inflations- oder Deflationsdruck in absehbarer Zeit entstehen könnte – eine unschätzbar wertvolle Information für Notenbanken.

Was elegant klingt und theoretisch mehr als gut begründet ist, wird aus empirischer Sicht allerdings schnell zu einem Alptraum. Der Grund: Die NAIRU-Formel weist gleichzeitig zwei Unbekannte Variablen auf, nämlich die

NAIRU selbst sowie den Parameter, der das Ausmaß der Inflationsreaktion bestimmt. Hier beginnt das Problem, das bis heute nicht abschließend geklärt werden konnte und auch nie abschließend geklärt werden kann. Denn es ist schlicht unmöglich, eine Gleichung anhand empirischer Daten mit hoher Präzision zu schätzen, wenn gleichzeitig zwei unbekannte Variablen in der Gleichung zu finden sind.

## Auf der Suche nach der NAIRU: Not macht erfinderisch

Nun macht Not aber bekanntlich erfinderisch, und Volkswirte sind oftmals sogar besonders stark mit einem hohen Maß an Kreativität gesegnet – zumindest was das Gestalten von Modellen betrifft. So lässt sich die NAIRU-Gleichung mit einer Vielzahl von Annahmen so umformen, dass aus einer eigentlich unlösbaren Aufgabe eine tendenziell lösbare Aufgabe wird. Das Problem dabei: Es existiert bis heute keine Standardlösung für dieses Problem, und je nach Präferenz nutzt jede volkswirtschaftliche Abteilung einer jeden Bank (inklusive der Notenbanken) ihre jeweils eigenen Modelle, die zudem noch ständig im Detail modifiziert werden.

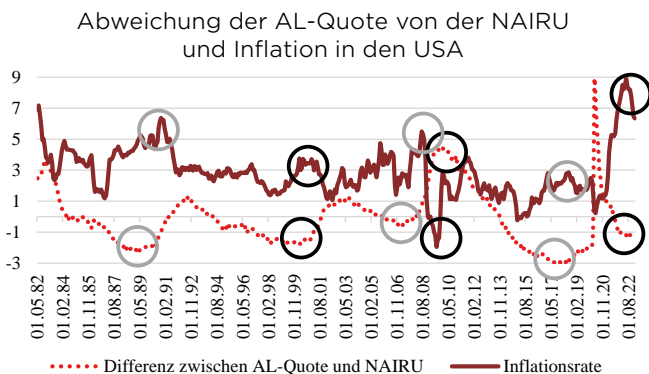


Dummerweise führen gerade die theoretisch eleganteren

# Konjunktur und Strategie

Lösungen zu empirisch weniger befriedigenden Ergebnissen, während die etwas „robusteren“ Ansätze zumindest empirisch zum Ziel führen. Auch bei Warburg bevorzugen wir aus diesem Grund eine eher einfache, aber überraschend belastbare Methode der Berechnung, die zudem zu sehr ähnlichen Ergebnissen kommt wie die Federal Reserve Bank mit ihrer Niederlassung in Philadelphia, die Daten zu NAIRU-Schätzungen veröffentlicht.

Mit der von Warburg präferierten Methode kommt man zum Ergebnis, dass die NAIRU in den USA derzeit knapp unter fünf Prozent liegt und sich damit recht deutlich oberhalb der tatsächlichen Arbeitslosenquote befindet. Das würde bedeuten, dass die Zeit des erhöhten Inflationsdrucks in den USA noch lange nicht vorbei ist, und man als Investor nicht zu sehr auf ein baldiges Ende des Zinserhöhungszyklus setzen sollte. Doch hat der NAIRU-Zusammenhang in der Vergangenheit überhaupt verlässliche Signale für die Geldpolitik geliefert? Wir haben dies getestet, indem wir die Abweichung der tatsächlichen Arbeitslosenquote von der NAIRU der Entwicklung der Inflationsrate gegenübergestellt haben.



Das Ergebnis: Immer dann, wenn die tatsächliche Arbeitslosenquote deutlich unter der NAIRU lag, kam es kurz danach zu einem Spike in der Inflation. Der Mechanismus funktionierte zudem genau anders herum, wenn die Arbeitslosenquote deutlich über der NAIRU lag. Es lässt sich dementsprechend nicht behaupten, dass man als Notenbank nicht mit dem Konzept arbeiten könnte. Da überrascht es fast ein wenig, dass gerade die US-Notenbank dem Konzept zuletzt ein wenig die kalte Schulter gezeigt hat.

## Wird die Inflationsgefahr unterschätzt?

Die aktuelle Situation stellt sich aus der Perspektive der NAIRU wie folgt dar: Die tatsächliche Arbeitslosenquote liegt in den USA recht deutlich unter der NAIRU. Damit müsste die Inflationsrate der reinen Lehre nach weiter

steigen, bis die NAIRU gefallen oder die tatsächliche Arbeitslosenquote gestiegen ist. Die obige Grafik zeigt allerdings auch, dass der theoretisch postulierte Zusammenhang nicht immer empirisch verifizierbar ist. So geht eine deutliche Unterschreitung der NAIRU mit einer hohen, aber nicht zwingend immer weiter steigenden Inflationsrate einher. Auch am aktuellen Rand lässt sich das gut beobachten, zumal die Differenz aus tatsächlicher Arbeitslosenquote und NAIRU auch schon ihr Maximum (bzw. korrekt formuliert) ihr Minimum durchschritten hat, was in der Vergangenheit (wie auch aktuell) nicht selten zu hohen, aber trotzdem wieder sinkenden Inflationsraten geführt hat.

Aus einer rein empirischen Betrachtung spricht also viel dafür, dass das Inflationsmaximum tatsächlich erreicht und durchschritten wurde, auch wenn die NAIRU-Formel bei rein akademischer Betrachtung eher noch weiter steigende Inflationsraten nahelegen würde. Fakt ist aber auch, dass Inflationsraten in der Vergangenheit nur dann signifikant und vor allem nachhaltig gesunken sind, wenn sich die tatsächliche Arbeitslosenquote schnell der NAIRU genähert hat und auch darüber hinaus angestiegen ist. Und eben genau dieses Verhalten ist in den kommenden Monaten überhaupt nicht zu erwarten.

Die NAIRU ist in den USA schon jetzt auf dem tiefsten Stand der letzten Jahrzehnte, und es gibt keinen vernünftigen Grund zur Annahme, dass sie nochmal deutlich stärker fallen könnte. Auf der anderen Seite gibt es aber auch keinen guten Grund zur Annahme, dass die tatsächliche Arbeitslosigkeit in den nächsten Quartalen deutlich steigen sollte. Dafür ist die Realwirtschaft in einer viel zu guten Verfassung. Damit lässt sich folgende Schlussfolgerung ableiten: Die Inflationsrate mag zwar ihren Höhepunkt durchschritten haben; der NAIRU-Zusammenhang lässt aber erwarten, dass der Rückzug der Inflation sehr zäh verlaufen könnte.

Wenn diese These stimmt, wäre die Fed allerdings gut beraten, auch die Leitzinsen zunächst weiter anzuheben und ggf. länger als von vielen vermutet auf diesem erhöhten Niveau zu belassen. Vielleicht haben Märkte diesen Sachverhalt seit Mitte Januar verstärkt berücksichtigt – jedenfalls sind die Renditen seit Mitte Januar wieder leicht angestiegen und spiegeln damit schon eine leicht veränderte Einschätzung der Geldpolitik wieder. Aus unserer Sicht spricht aber nicht viel dafür, dass dieser Prozess schon abgeschlossen ist. Renditen könnten also immer noch ein wenig weiter steigen.

## Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	23.02.2023	16.02.2023	20.01.2023	22.11.2022	22.02.2022	30.12.2022
	16:06	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	33197	-1,5%	-0,5%	-2,6%	-1,2%	0,2%
S&P 500	4033	-1,4%	1,5%	0,7%	-6,3%	5,0%
Nasdaq	11619	-2,0%	4,3%	4,0%	-13,2%	11,0%
Russell 2000	1913	-1,5%	2,4%	2,8%	-3,4%	8,6%
DAX	15529	0,0%	3,3%	7,7%	5,7%	11,5%
MDAX	28759	-0,9%	1,0%	12,3%	-10,7%	14,5%
TecDAX	3273	-0,4%	3,8%	6,0%	3,9%	12,0%
EuroStoxx 50	4281	-0,4%	3,9%	8,9%	7,4%	12,8%
Stoxx 50	3947	0,1%	2,1%	5,5%	7,6%	8,1%
SMI (Swiss Market Index)	11294	0,9%	0,0%	2,0%	-5,6%	5,3%
FTSE 100	7932	-1,0%	2,1%	6,4%	5,8%	6,4%
Nikkei 225	27104	-2,1%	2,1%	-3,6%	2,5%	3,9%
Brasilien BOVESPA	108571	-1,2%	-3,1%	-0,4%	-3,8%	-1,1%
Russland RTS	929	2,5%	-6,3%	-18,7%	-24,2%	-4,2%
Indien BSE 30	59606	-2,8%	-1,7%	-3,0%	4,0%	-2,0%
China CSI 300	4104	0,2%	-1,9%	8,9%	-10,3%	6,0%
MSCI Welt	2731	-2,1%	0,2%	2,1%	-7,4%	4,9%
MSCI Welt SRI	2623	-2,3%	1,5%	-6,9%	-8,4%	6,1%
MSCI Emerging Markets	982	-2,9%	-5,2%	5,9%	-18,6%	2,7%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	134,32	-22	-395	-607	-3138	139
Bobl-Future	116,09	0	-171	-385	-1494	34
Schatz-Future	105,34	2	-51	-149	-642	-8
3 Monats Euribor	2,68	28	78	128	321	79
3M Euribor Future, Dez 2023	3,69	5	36	75	292	9
3 Monats \$ Libor	4,92	2	11	22	443	15
Fed Funds Future, Dez 2023	5,22	15	71	50	306	57
10-jährige US Treasuries	3,91	3	42	15	195	8
10-jährige Bunds	2,49	5	36	51	228	-7
10-jährige Staatsanl. Japan	0,50	0	25	26	31	9
10-jährige Staatsanl. Schweiz	1,40	2	23	39	114	-20
US Treas 10Y Performance	580,71	-0,5%	-3,3%	-0,4%	-13,4%	0,1%
Bund 10Y Performance	531,07	-0,3%	-2,7%	-3,7%	-16,8%	1,1%
REX Performance Index	430,27	-0,2%	-1,7%	-1,7%	-10,7%	-0,5%
IBOXX AA, €	3,62	6	38	45	254	3
IBOXX BBB, €	4,47	10	28	11	273	-23
ML US High Yield	8,80	23	57	1	293	-18
Wandelanleihen Exane 25	6620	0,0%	0,0%	-0,3%	-12,4%	0,0%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
S&P Commodity Spot Index	573,83	-2,8%	-6,9%	-8,0%	-12,6%	-5,9%
MG Base Metal Index	430,03	2,2%	-4,4%	8,1%	-13,9%	2,8%
Rohöl Brent	82,48	-3,2%	-5,9%	-6,8%	-14,9%	-2,9%
Gold	1824,69	-0,5%	-5,4%	4,6%	-3,9%	0,5%
Silber	21,63	-0,1%	-9,4%	2,8%	-11,0%	-8,9%
Aluminium	2375,50	0,9%	-8,0%	-1,3%	-28,9%	1,1%
Kupfer	9103,00	1,2%	-2,2%	14,1%	-8,6%	8,8%
Eisenerz	125,77	0,9%	3,0%	37,5%	-12,2%	13,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	674	27,2%	-11,7%	-41,3%	-68,6%	-55,5%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,0598	-1,0%	-2,1%	3,2%	-6,6%	-0,6%
EUR/ GBP	0,8801	-1,0%	0,5%	1,7%	5,6%	-0,8%
EUR/ JPY	142,97	-0,2%	1,5%	-1,5%	9,5%	1,6%
EUR/ CHF	0,9889	0,2%	-0,7%	1,0%	-5,1%	0,4%
USD/ CNY	6,8935	0,4%	1,6%	-3,5%	9,0%	-0,1%
USD/ JPY	134,92	0,7%	4,1%	-4,5%	17,2%	2,9%
USD/ GBP	0,8307	-0,2%	2,7%	-1,3%	12,9%	-0,1%

Quelle: Refinitiv Datastream

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.