

Nach welchen Daten richtet sich die Geldpolitik?

geschrieben von Friederike Spiecker | 23. Juni 2023

Die Debatte um die Angemessenheit der gegenwärtigen Geldpolitik in der Eurozone dreht sich ganz wesentlich um die Entwicklung der Löhne. Die Europäische Zentralbank (EZB) will eine Preis-Lohn-Spirale verhindern, die sie offenbar am Prognosehorizont für die Europäische Währungsunion (EWU) heraufziehen sieht. So betonte die EZB-Präsidentin Christine Lagarde in der [Pressekonferenz zur jüngsten EZB-Entscheidung am 15. Juni](#): „Eine immer wichtigere Ursache für die Inflation ist der Lohndruck, wenngleich er zum Teil auf Einmalzahlungen zurückzuführen ist.“

Auf einschlägige [Fragen der Journalisten](#) erläuterte sie:

„We spent a lot of time on the labour market ... because it is becoming one of the major components of the drivers of inflation. It was energy for a long time. ... energy is now fading ... But labour, and wages in particular, is playing a significant role as a driver of inflation. ... and the output is where it is: stagnant. So, there is an issue of unit labour cost - in other words, productivity - which clearly has an impact on inflation as well. We will continue to really monitor and dissect as well as we can this entire enigma of the labour market - which is, as I said, playing a critical role. That is partly, by the way, ... why we have increased our projection for core inflation in both 2023 and 2024.“

(“Wir haben viel Zeit auf den Arbeitsmarkt verwendet, ... weil er zu einer der Hauptkomponenten der Inflationstreiber wird. Lange Zeit war das die Energie ... Energie verschwindet allmählich [als Inflationstreiber] ... Aber Arbeit und insbesondere Löhne spielen eine bedeutende Rolle als Inflationstreiber. ... und der Output ist da, wo er ist: er stagniert. Es gibt also ein Problem mit den Lohnstückkosten - mit anderen Worten: der Produktivität -, das sich eindeutig auch auf die Inflation auswirkt. Wir werden dieses gesamte Rätsel des Arbeitsmarktes, das, wie gesagt, eine entscheidende Rolle spielt, weiterhin so gut wie möglich beobachten und analysieren. ... Das ist übrigens zum Teil der Grund,

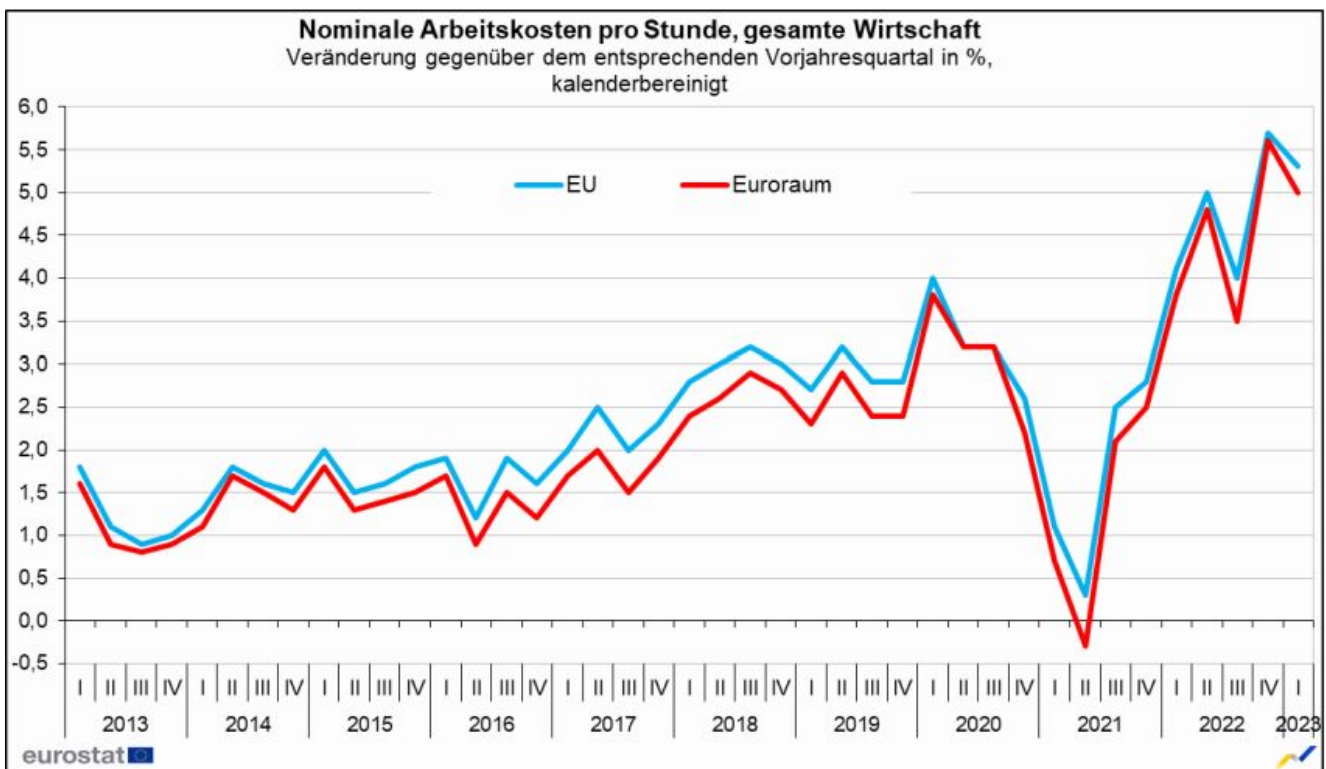
... warum wir unsere Prognose für die Kerninflation sowohl für 2023 als auch für 2024 erhöht haben“, (meine Übersetzung.)

Die Zentralbank stützt sich bei dieser Einschätzung u.a. auf Daten des Europäischen Statistikamts Eurostat zu den Arbeitskosten. [Eurostat beschreibt](#) die Aussagekraft des einschlägigen Index so:

„Der vierteljährliche Arbeitskostenindex (AKI) zeigt die kurzfristige Veränderung der Gesamtkosten pro Stunde, die Arbeitgebern durch ihre Arbeitnehmende entstehen. Anders ausgedrückt: Der AKI misst, wie stark der Produktionsfaktor „Arbeit“ die Kosten treibt. Der Index ermöglicht die Überwachung möglicher Inflations- und Deflationsrisiken, die sich aus dem Produktionsfaktor Arbeit ergeben.“

Aktuell reichen die Daten bis zum ersten Quartal 2023, die in der [Pressemitteilung von Eurostat 70/2023 vom 16. Juni](#) als Veränderungsrate gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal dargestellt werden (siehe Abbildung 1):

Abbildung 1



In der Tat hat sich gemäß diesen Angaben die Veränderungsrate der Stundenlöhne (einschließlich Sozialversicherungsbeiträgen der Arbeitgeber) bereits im Verlauf des Jahres 2022 sichtbar erhöht - im vierten Quartal 2022

betrug sie 5,6 Prozent. Und auch im ersten Quartal 2023 liegt sie mit 5,0 Prozent auf einem für die Eurozone seit Bestehen der EWU ungewöhnlich hohen Niveau.

Der Arbeitskostenindex wird alle drei Monate mit den neuesten, vorläufigen Daten veröffentlicht, wobei in die Berechnung zurückliegender Quartale in der Zwischenzeit zusätzlich verfügbare Informationen aufgenommen werden, was zu Korrekturen der zuvor bekannt gegebenen Werte führt. Auf diesen Umstand wird am Ende jeder Pressemitteilung unter dem Abschnitt „Revisionen und Zeitplan“ im Kleingedruckten hingewiesen.

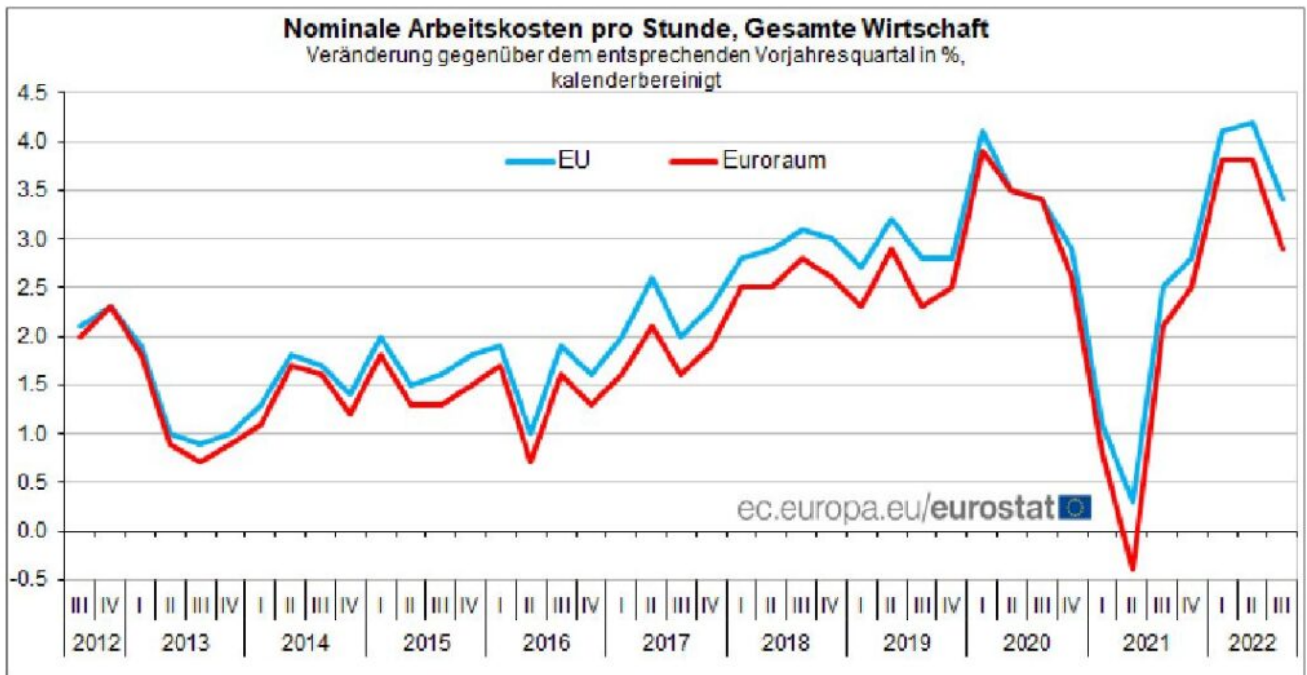
In den [Informationen des Amts zu den Daten des Arbeitskostenindex](#), den sogenannten Metadaten, heißt es unter Punkt 13 zur Genauigkeit: *„The European aggregates are **rarely revised by more than 0.2 percentage points in either direction.**“* („Die aggregierten europäischen Zeitreihen werden selten mehr als 0,2 Prozentpunkte in die eine oder andere Richtung revidiert“, meine Übersetzung und Hervorhebung).

Grundlage für den Arbeitskostenindex ist die Arbeitskostenerhebung. Auch dazu gibt es [Metadaten](#). Dort informiert Eurostat unter Punkt 17: *„Apart from adjustments following internal checks, the data are accepted directly as communicated by the Member States. **Revisions only occur rarely.**“* („Jenseits von Anpassungen aufgrund interner Überprüfungen werden die Daten direkt übernommen, so wie sie von den Mitgliedstaaten übermittelt werden. Revisionen treten selten auf“, meine Übersetzung und Hervorhebung).

Eurostat sieht also den Arbeitskostenindex auch am aktuellen Rand als einen relativ verlässlichen Indikator an.

Im Dezember 2022 lagen die ersten Schätzungen für das dritte Quartal 2022 vor. Der [damaligen Pressemitteilung 141/2022](#) ist die folgende Grafik (siehe Abbildung 2) entnommen, auf die auch im [Beitrag „Inflation, die EZB und die Logik“](#) von Heiner Flassbeck und mir Bezug genommen wurde

Abbildung 2



Der Vergleich zwischen beiden Abbildungen offenbart eine immense Differenz: Im Dezember 2022 ging man davon aus, dass die Arbeitskostenentwicklung in der Eurozone im zweiten Quartal 2022 bei 3,8 Prozent lag und im dritten Quartal 2022 auf 2,9 Prozent gefallen war. Im Juni 2023 ist der Informationsstand für die beiden besagten Quartale 4,8 Prozent und 3,5 Prozent – das ist deutlich mehr als eine nur geringfügige Anpassung.

Wann haben sich diese – gemessen an der Datenbeschreibung des Amtes – ungewöhnlich umfangreichen Korrekturen ergeben, worauf beruhten sie und wie wurden sie kommuniziert, wenn sie laut Eurostat doch nur selten auftreten? Ein Blick in [Eurostats Pressemitteilung 32/2023 vom März 2023](#) zeigt, dass die Korrekturen zu Beginn des Jahres 2023 vorgenommen wurden (siehe Tabelle 1).

Tabelle 1: Veränderungsrate des vierteljährlichen Arbeitskostenindex gegen Vorjahr Euroraum, kalenderbereinigte Werte

Berichtszeitraum	Veröffentlichungszeitpunkt			
	September 2022	Dezember 2022	März 2023	Juni 2023
1. Quartal 2022	4,2	3,8	3,8	3,8
2. Quartal 2022	4,0	3,8	→ 4,7	4,8
3. Quartal 2022		2,9	→ 3,7	3,5
4. Quartal 2022			5,7	5,6
1. Quartal 2023				5,0

Quelle: Eurostat.

Im Kleingedruckten der Pressemitteilung, nicht im Eingangsstatement heißt es

dazu:

„Der Arbeitskostenindex kann revidiert werden, wenn neue Daten verfügbar werden. Dies trifft insbesondere auf die letzten Quartale zu. ... Verglichen mit der Pressemitteilung 141/2022 vom 19. Dezember 2022 wurde die jährliche Wachstumsrate für die gesamte Wirtschaft im dritten Quartal 2022 für den Euroraum von +2,9% auf +3,7% ... revidiert.“

Die um ein Zehntelprozentpunkt noch umfangreichere Revision des zweiten Quartals 2022 wird nicht erwähnt. Weiter schreibt Eurostat:

„Im Fall von Deutschland wurden Daten aufgrund von Benchmarking bei der Arbeitskostenerhebung 2020 ... revidiert. Darüber hinaus wirken sich veränderte Datenquellen auf die Lohndaten für die vier Quartale 2022 aus ... Aufgrund dieser Änderung der Datenquellen weisen die Daten für Deutschland ab dem ersten Quartal 2022 einen Bruch in den Reihen für die gesamte Wirtschaft ... auf.“

Deutschland bestimmt als größtes Land der Eurozone [deutlich mehr als ein Drittel des aggregierten Index der Eurozone](#). Will man also Näheres zu der beachtlichen Korrektur der EWU-Werte erfahren, muss man den [Qualitätsbericht des Statistischen Bundesamtes](#) zum Arbeitskostenindex heranziehen, der am 16. Juni erschienen ist und auf den Eurostat verlinkt. Das deutsche Statistikamt schreibt dort im Abschnitt „Kohärenz“:

*„Ab dem 1. Quartal 2007 bis zum 4. Quartal 2011 sowie seit dem 1. Quartal 2013 **bis zum 4. Quartal 2022** wurden zur Berechnung des Arbeitskostenindex Ergebnisse der **Vierteljährlichen Verdiensterhebung** genutzt. **Ab dem 1. Quartal 2022** werden die vierteljährlichen Ergebnisse der **monatlichen Verdiensterhebung** verwendet. Ergebnisse beider Erhebungen werden **je Arbeitnehmer und nicht wie beim Arbeitskostenindex je geleisteter Stunde** veröffentlicht. Daher stimmen Veröffentlichungen nur bedingt miteinander überein.“* (Hervorhebung von mir)

Es liegt also eine doppelte Herausforderung für die amtliche Statistik vor: Deutschland ist bei seiner Datengrundlage für den Arbeitskostenindex ab dem ersten Quartal 2022 von einer vierteljährlichen Erhebung auf eine monatliche umgestiegen, und zugleich muss der Spagat zwischen Berechnung pro Kopf und pro Stunde bewältigt werden, noch dazu in einem Zeitraum, in dem wegen des Corona-Schocks ungewöhnliche Änderungen von Arbeitszeiten stattgefunden

haben - man denke nur an die intensive Inanspruchnahme von Kurzarbeitregelungen 2020 und auch noch 2021, die 2022 wieder weitgehend verschwunden war. Darauf wird auch in den [von Eurostat selbst veröffentlichten Länder-Metadaten für Deutschland](#) hingewiesen: „*The 2021 reporting year continued to be centrally influenced by the corona-related special situation.*“ („Das Berichtsjahr 2021 wird weiterhin zentral von der coronabedingt speziellen Situation beeinflusst“, meine Übersetzung.)

Das alles hat offenbar Schwierigkeiten bereitet, wie man einer [Meldung des Statistischen Bundesamtes zur Korrektur der Daten](#) entnehmen kann, die aus dem ersten Quartal 2023 stammen dürfte:

*„Im Rahmen der Umstellung der Datenbasis für die Verdienstentwicklung bei der Modellrechnung (von vierteljährlicher Verdiensterhebung zur (monatlichen) Verdiensterhebung) des Arbeitskostenindex **ist ein Fehler aufgetreten**, der im Rahmen der regelmäßigen Quartalsberechnung **im vierten Quartal 2022 zusammen mit den ständigen Revisionen korrigiert** wurde.“* (Hervorhebung von mir; exaktes Veröffentlichungsdatum dieser Mitteilung wird vom Bundesamt nicht angegeben)

Die Größenordnung der Revisionen der Originaldaten kann man anhand einer Tabelle in dem oben genannten Qualitätsbericht auf Seite 9 nachvollziehen, die hier wiedergegeben wird (Tabelle 2). In jeder Zeile ist von links nach rechts zu lesen, wie sich der Wert für das in der Spalte ganz links angegebene Quartal von Veröffentlichungstermin zu Veröffentlichungstermin geändert hat. Die vorletzte Spalte (1. Vj. 2023) spiegelt den Datenstand vom 16. Juni wider, der im Qualitätsbericht des Statistischen Bundesamtes noch nicht referiert wurde, aber in der Datenbank von Eurostat enthalten ist. (Abweichungen zu den Angaben für Deutschland in den Pressemitteilungen von Eurostat beruhen auf der Differenz zwischen Originaldaten und kalenderbereinigten Daten.)

Tabelle 2: Veränderung des Arbeitskostenindex im Vergleich zum Vorjahresquartal nach Veröffentlichungszeitpunkten

Aggregat B bis S der NACE Rev. 2, Deutschland, Originalwerte

Berichtsquartal	Veröffentlichungsquartal																Differenz in Prozentpunkten	
	2019				2020				2021				2022					2023
	1.Vj.	2.Vj.	3.Vj.	4.Vj.	1.Vj.	2.Vj.	3.Vj.	4.Vj.	1.Vj.	2.Vj.	3.Vj.	4.Vj.	1.Vj.	2.Vj.	3.Vj.	4.Vj.		1.Vj.
2019 1.Vj.	2,6	2,4	2,8	2,4	2,4	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	2,1	2,2	2,2	2,2
2.Vj.		3,8	4,0	3,9	3,8	4,2	4,2	4,2	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
3.Vj.			2,5	2,6	2,5	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5
4.Vj.				3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
2020 1.Vj.					3,9	4,3	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	3,2	4,0	4,0	3,5	
2.Vj.						5,1	3,9	3,9	3,9	4,2	4,2	4,2	4,2	1,8	2,8	2,8	2,1	-3,0
3.Vj.							1,5	1,6	1,7	1,3	1,3	1,3	1,3	4,0	4,8	4,8	4,3	2,8
4.Vj.								1,8	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	-0,1	1,1	1,1	0,0	-1,8
2021 1.Vj.									2,1	1,7	1,8	1,7	1,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
2.Vj.										-0,6	-0,4	-0,5	-0,5	-0,7	-0,6	-0,6	-0,7	
3.Vj.											2,6	2,7	2,7	2,2	2,2	2,2	2,2	
4.Vj.												2,1	2,1	→ 3,9	3,9	3,9	4,0	1,9
2022 1.Vj.													4,2	5,0	4,0	4,1	3,9	
2.Vj.														4,7	4,2	→ 6,8	6,7	2,0
3.Vj.															0,2	→ 2,7	2,6	2,4
4.Vj.																7,6	7,6	
2023 1.Vj.																		5,5

Quellen: Statistisches Bundesamt; Veröffentlichung 1. Quartal 2023: Eurostat; letzte Spalte: eigene Berechnung.

In Tabelle 2 sind eine Reihe von Feldern grün markiert, bei denen von der ersten vorläufigen Veröffentlichung bis zur jüngst verfügbaren Zahl die Veränderung besonders groß ist und die mit dem Corona-Schock in engem Zusammenhang stehen dürfte. Es handelt sich um den Zeitraum vom zweiten Quartal 2020 bis zum 1. Quartal 2021. Diese für statistische Erhebungen außergewöhnlich schwierige Periode interessiert hier weniger, weil die zurückliegenden Arbeitseinkommensverluste für die aktuellen Entscheidungen der EZB nicht relevant sind. Sie zeigen aber, wie unsicher die Datenbasis für die Vorjahresvergleiche ab 2021 ist.

Rot sind die Felder markiert, die bereits innerhalb eines vergleichsweise kurzen Korrekturzeitraums eine eklatante Abweichung anzeigen, aber deutlich nach dem Corona-Schock liegen (ab dem vierten Quartal 2021). Am rechten Rand sind in blauen Kästchen die Differenzen zwischen zuerst veröffentlichtem und zuletzt verfügbarem Wert angegeben. Die beiden roten Pfeile weisen auf die Revisionen hin, die wesentlich zu den in Tabelle 1 gezeigten Korrekturen der Daten für den Euroraum beigetragen haben dürften.

Die seit dem vierten Quartal 2021 aufgetretenen Korrekturen sind im Vergleich zu den Jahren *vor der Corona-Pandemie* (hier nur 2019 sichtbar) außergewöhnlich hoch. Es fällt zusätzlich auf (siehe der kleine schwarze Pfeil in Tabelle 2), dass die deutliche Korrektur des Wertes für das 1. Quartal 2022 nach oben bereits im Veröffentlichungsquartal Q2 2022 vorgenommen wurde, also zwei Termine vor der Korrektur, die das Amt mit Fehlern in der Modellrechnung begründet hat.

Die jüngsten Angaben zu den deutschen Arbeitskosten aus der Eurostat-Datenbank enthalten für die schon weiter zurückliegenden Quartale Q2, Q3 und Q4 des Jahres 2020 eine erhebliche Korrektur *nach unten* (in Tabelle 2 sind die entsprechenden drei untereinander stehenden Werte fett gedruckt) – ein weiterer Beleg für die Unsicherheit, mit der diese Daten behaftet sind.

Eurostat kennzeichnet die deutschen Daten für die vier Quartale von 2022 in der Datenbank mit „b“, was für Zeitreihenbruch steht. Ein deutlicher Hinweis darauf, dass dies dann wohl auch für die Zeitreihe der Eurozone gelten muss, weil sie sich zu einem guten Drittel aus den deutschen Werten speist, fehlt dort allerdings genauso wie in den Pressemitteilungen. Die deutschen Werte für 2022 liegen immerhin in drei Quartalen deutlich über dem EWU-Durchschnitt, haben ihn also nach oben gezogen.

Dass die Lohnkosten für die jüngste Zinsentscheidung der EZB eine zentrale Rolle spielen, hat die EZB-Präsidentin auf der [Pressekonferenz am 15. Juni](#) wie gesagt verschiedentlich betont und damit indirekt auch die Ankündigung weiterer Zinsschritte begründet:

„I can tell you that, barring a material change to our baseline, it is very likely the case that we will continue to increase rates in July ...“

(“Ich kann Ihnen sagen, dass wir die Zinssätze im Juli höchstwahrscheinlich weiter erhöhen werden, sofern sich unsere Basislinie nicht wesentlich ändert“, meine Übersetzung.)

„...our revision to core inflation – a lot of it is attributable to the unit labour cost. ... The destination we know. The journey to get there is not over and we have ground to cover. So, we will be as restrictive as long as needed in order to make sure that we reach that destination. Under the current parameters, 2.2% in 2025 is not satisfactory and it’s not timely. ... There will be remaining persistency going through into 2024. It declines in 2025 ... We expect the persistence of inflation to gradually fade away. As much as it persists, we will persist.“

(“Unsere Revision der Kerninflation – ein großer Teil davon ist auf die Lohnstückkosten zurückzuführen. ... Das Ziel kennen wir. Die Reise dorthin ist noch nicht zu Ende und wir haben noch einiges vor uns. Daher werden wir so lange wie nötig restriktiv vorgehen, um sicherzustellen, dass wir dieses Ziel erreichen. Unter den aktuellen Parametern sind 2,2 % im Jahr 2025 nicht

zufriedenstellend und nicht rechtzeitig. ... Bis 2024 wird die Persistenz anhalten. Im Jahr 2025 nimmt sie ab ... Wir gehen davon aus, dass das Anhalten der Inflation allmählich nachlässt. So sehr sie anhält, so beharrlich werden wir sein“, meine Übersetzung.)

Auf welcher schwankenden Datengrundlage das Lohn(stück)kosten-Argument steht, erwähnt die EZB-Präsidentin mit keinem Wort.

Wohlgemerkt: Hier geht es nicht in erster Linie um Kritik an den Statistischen Ämtern, die in einer schwierigen Situation ihr Bestes geben, um den Bedarf an aktuellen Informationen zu decken, der in diesen unruhigen Zeiten noch höher ist als normalerweise. Die Kommunikation von Eurostat hinsichtlich der besonderen Unsicherheit am aktuellen Rand lässt sich zwar als unzureichend einstufen. Wirklich problematisch ist es jedoch, wenn die Geldpolitiker vermeiden, einen deutlichen Rückgang der Qualität der von ihnen herangezogenen Daten anzusprechen. Schließlich drehte sich ein erheblicher Teil der Fragen in der Pressekonferenz um die Löhne. So verspielt man Vertrauen.

Im Vergleich zu den Lohn- und Preisdaten sind die Erhebungen zu den Preisen geradezu exakt. [Heiner Flassbeck hat jüngst beschrieben](#), wie die EZB den vormals als so wichtig eingestuften, vorlaufenden Indikator der Erzeugerpreise jetzt, wo er rapide fällt, ignoriert. Man wird den Verdacht nicht los, dass die Falken im EZB-Rat ihren Wunsch nach scharfen Zinssteigerungen zum Vater des Auswahlprinzips gemacht haben, welche Daten zur Begründung wann herangezogen und welche wann weggelassen werden.

Dieses Vorgehen wird in der Öffentlichkeit und den Medien kaum hinterfragt. Die Financial Times erklärt die Zentralbanken geradezu für sakrosankt, [wenn sie schreibt](#): *„It does not really matter ... what caused the rapid rise in prices. But central banks need to be certain they have extinguished their wage-price ratchets before taking their foot off the brake. Interest rates will need to stay higher for longer, **even if that proves to be too heavy-handed in retrospect.**“*

(“Es spielt keine Rolle ..., was den rasanten Preisanstieg verursacht hat. Doch die Zentralbanken müssen sicher sein, dass sie die Lohn-Preis-Kurbel zum Stillstand gebracht haben, bevor sie den Fuß von der Bremse nehmen. Die Zinsen müssen länger höher bleiben, **auch wenn sich das im Rückblick als zu hart erweist**“, meine Übersetzung und Hervorhebung.)

Nach dieser Lesart können nur Lohn- und Fiskalpolitik Fehler machen, für die sie entsprechend verantwortlich sind. Die Geldpolitik hingegen kann sich so prozyklisch gebärden, wie sie will, sie muss für das realwirtschaftliche Ergebnis ihrer Politik niemals geradestehen, solange nur alle fest an das monetaristische Märchen vom Güter- und Geldberg glauben. Da ist es leicht vorherzusagen, wem die Schuld zugeschrieben werden wird, wenn Europa in Deflation und Rezession abrutscht.