



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

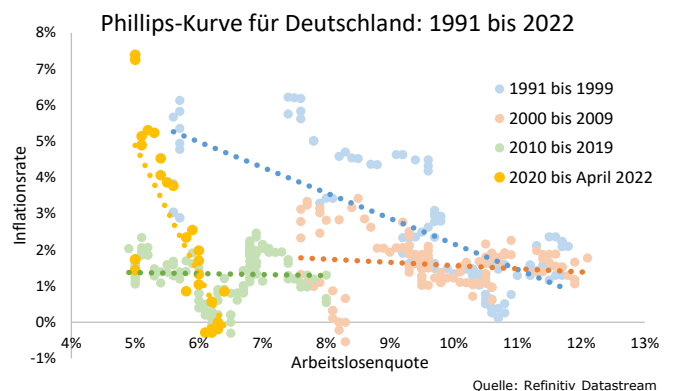
25. Mai 2022

Droht eine Lohn-Preis-Spirale in den USA und in Deutschland?

Mit der Aussage „lieber fünf Prozent Inflation als fünf Prozent Arbeitslosigkeit“ ist Helmut Schmidt bis heute bei vielen in Erinnerung geblieben. Mit seiner Auffassung, dass es einen Trade-Off zwischen der Preisdynamik und der Arbeitslosigkeit gebe, griff der ehemalige Bundeskanzler das ökonomische Konzept der Phillips-Kurve auf. Die Idee dahinter ist, dass ein Wirtschaftsaufschwung, der zu einer sinkenden Arbeitslosenquote führt, die Arbeitsnachfrage erhöht und damit Aufwärtsdruck auf die Löhne und Gehälter ausübt. Gewinnmaximierende Unternehmen versuchen im Gegenzug, einen Teil der Lohnsteigerungen durch Preiserhöhungen an die Konsumenten weiterzugeben. Diese fordern im Gegenzug wieder höhere Löhne, sodass die unter Ökonomen gefürchtete Lohn-Preis-Spirale in Gang kommt.

Spätestens nach der globalen Finanzkrise verlor das Konzept der Phillips-Kurve jedoch seine Bedeutung. Der Preisdruck durch den internationalen Wettbewerb (Globalisierung) sowie ein konjunkturell stabiles Umfeld – nicht zuletzt aufgrund der expansiven Impulse der Geld- und Fiskalpolitik – ermöglichten eine Phase, die durch niedrige Inflationsraten und gleichzeitig geringe Arbeitslosigkeit charakterisiert war. Nach dem Ausbruch der Corona-Pandemie verdichteten sich allerdings die Anzeichen, dass diese Phase sein vorläufiges Ende gefunden hat. Aktuell liegen die Inflationsraten auf Rekordniveaus (USA: 8,3 Prozent, Deutschland: 7,4 Prozent), während die Arbeitslosenquoten neue Tiefstände erreichen (USA: 3,6 Prozent, Deutschland 5,0 Prozent). Damit werfen die jüngsten Daten die Frage auf, ob die Phillips-Kurve wo-

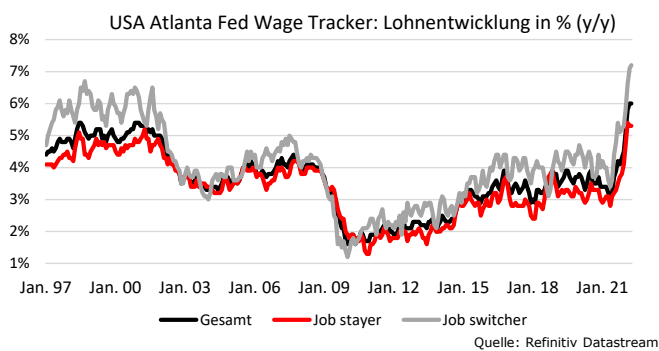
möglich ihr Comeback feiert und Notenbanker sowie Politiker sich wieder dem Trade-Off zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation widmen müssen.



Wie nachhaltig die aktuelle Entwicklung ist und ob die Inflationsraten auf diesem hohen Niveau bleiben werden, hängt unmittelbar mit der Verfassung des Arbeitsmarktes und der Frage zusammen, inwieweit Arbeitnehmer höhere Lohnforderungen durchsetzen können. Eine stark ausgeprägte Lohn-Preis-Spirale dürfte Notenbanken dazu veranlassen, eine restriktivere Zinspolitik zu beschließen, wodurch sich der Gegenwind für die Konjunktur sowie die Finanzmärkte erhöht. Sollten die Zweitrundeeffekte jedoch schwach ausfallen, sodass die Inflationsraten schneller als erwartet zu ihren Zielwerten zurückkehren, dürfte an den Kapitalmärkten aufgetatmet werden.

Ein erster Blick auf die Eckdaten des US-Arbeitsmarktes sollte Politiker und Ökonomen erfreuen: Die Arbeitslosenquote erreichte mit zuletzt 3,6 Prozent historische

Tiefstände und auch das aktuelle Beschäftigungsniveau von rund 151,3 Millionen Personen liegt nur knapp unter dem Vor-Corona-Niveau von 152,5 Millionen Personen. Ferner zeigen Daten zur Unterstützung von Arbeitslosen eine erfreuliche Tendenz: Zum einen befindet sich die Anzahl der wöchentlichen Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe auf einem historisch niedrigen Niveau, und zum anderen ist die Zahl der Personen, die Arbeitslosenunterstützung erhalten, auf 1,344 Millionen gesunken. Im Vergleich: Zu Corona-Hochzeiten belief sich die Zahl auf 25 Millionen und vor dem Ausbruch der Corona-Pandemie erhielten im Schnitt mindestens 1,6 Millionen Amerikaner Arbeitslosenunterstützung. Obwohl diese Daten die konjunkturell tadellose Verfassung des US-Arbeitsmarktes unterstreichen, werden diese von Ökonomen und Marktteilnehmern als Warnsignale interpretiert: Die befürchtete Lohn-Preis-Spirale scheint in den USA bereits im vollen Gang zu sein. So ist der Arbeitskostenindex im ersten Quartal 2022 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 4,5 Prozent angestiegen – das stellt den höchsten Zuwachs seit über 20 Jahren dar. Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt der Atlanta Fed Wage Tracker, der auf Basis von Bevölkerungsumfragen die Nominallohnentwicklung amerikanischer Arbeitnehmer misst. Auf Basis der Monatsdaten ist ein deutlicher Lohnanstieg seit Mitte des letzten Jahres zu beobachten. Dabei fällt der Lohnanstieg mit 7,2 Prozent besonders hoch bei Arbeitnehmern aus, die ihren Arbeitgeber wechseln. Arbeitskräfte, die bei ihrem Arbeitgeber bleiben, verzeichnen mit 5,3 Prozent einen relativ geringeren Lohnanstieg.



Der besonders hohe Lohnanstieg bei den Jobwechslern ist auch auf das Missverhältnis zwischen Arbeitslosen und offenen Stellen zurückzuführen. Dabei ist das aktuelle Verhältnis frappierend: Im Schnitt stehen 100 ausgeschriebenen offenen Stellen lediglich 50 arbeitslos gemeldete Menschen gegenüber – der historische Mittelwert seit 2001 liegt bei rund 228 Arbeitslosen. Darin zeigt sich einerseits, dass Unternehmen aktuell Schwierigkeiten haben, qualifiziertes Personal zu finden und

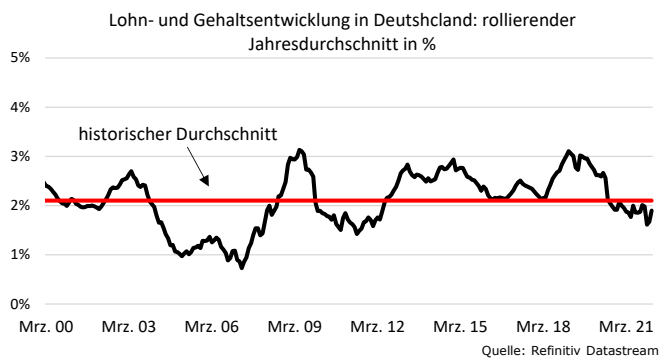
einzustellen. Andererseits stärkt das auffällige Missverhältnis zwischen Arbeitsnachfrage und Arbeitsangebot die Verhandlungsposition derjenigen, die einen Job wechseln oder ein Beschäftigungsverhältnis erneut aufnehmen wollen.



Unter welchen Umständen könnte die Lohn-Preis-Spirale verlangsamt werden? Zum einen würde ein Anstieg der Erwerbsquote, also der Anteil der Erwerbspersonen an der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, das Arbeitsangebot erhöhen und helfen, das Missverhältnis zwischen Arbeitslosen und offenen Stellen abzubauen. Mit dem Ausbruch der Corona-Pandemie haben sich vor allem ältere Bevölkerungsgruppen aus dem Arbeitsmarkt zurückgezogen. Sollten die Ersparnisse dieser Bevölkerungsgruppe für einen vorzeitigen Ruhestand jedoch nicht ausreichen und die hohe Inflation die reale Kaufkraft erheblich mindern, wäre mit einem Anstieg der Erwerbsquote und ceteris paribus einer leichten Entspannung am US-Arbeitsmarkt zu rechnen. Andererseits würde ein Rückgang der Nachfrage nach Arbeit seitens der Unternehmen für eine Entlastung sorgen. Im besten Fall wäre der Rückgang der Arbeitsnachfrage auf einen Anstieg der Arbeitsproduktivität – zum Beispiel durch technologischen Fortschritt – zurückzuführen. Im schlechteren Fall würde ein konjunktureller Einbruch den Ausblick der Unternehmen eintrüben und zu einer geringeren Arbeitsnachfrage oder gar Entlassungen führen. Letzteres würde zwar den Preisdruck reduzieren, wäre aber sicher nicht im Interesse von Helmut Schmidt.

Während in den USA die Lohn- und Gehaltssteigerungen bereits im vollen Gange sind, sieht die Situation am deutschen Arbeitsmarkt (noch) entspannt aus. Monatsdaten der Deutschen Bundesbank zeigen, dass sich bislang keine überdurchschnittlichen Lohnsteigerungen zeigen. Der rollierende Mittelwert über die letzten zwölf Monate belief sich im Februar 2022 auf 1,9 Prozent und lag damit unter seinem historischen Mittelwert seit 2000 von 2,1 Prozent. Ein Blick auf die Quartalsdaten des Statistischen Bundesamts zeigt ein etwas anderes Bild. Hier lagen die

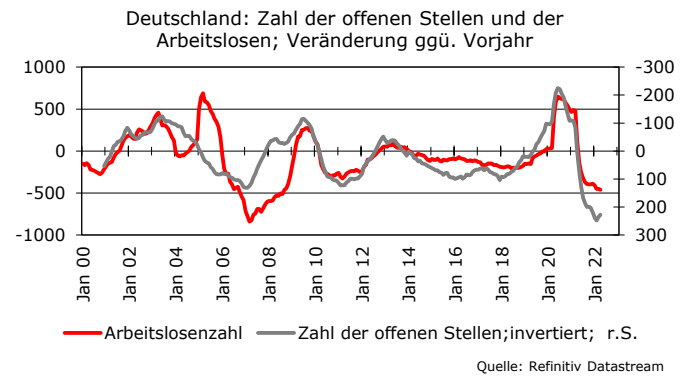
Nominallohnsteigerungen im vierten Quartal 2021 – aktuellere Daten sind zum jetzigen Zeitpunkt nicht verfügbar – mit 3,6 Prozent über dem Durchschnitt seit 2008 in Höhe von 2,2 Prozent. Die jüngsten Tarifverhandlungen zeigen wiederum eine verhaltene Entwicklung. Im Durchschnitt stiegen die Tarifverdienste 2021 um 1,3 Prozent gegenüber dem Jahresdurchschnitt 2020, was der geringste Zuwachs seit Beginn der Zeitreihe im Jahr 2010 ist. Der schwache Anstieg ist teils damit zu begründen, dass 2020 Corona-Prämien gezahlt wurden, die 2021 wegfielen.



Ähnlich wie in den USA ist seit der Corona-Hochphase im April 2020 die Zahl der Arbeitslosen in Deutschland deutlich zurückgegangen, während die Zahl der offenen Stellen erheblich zugenommen hat. Laut dem Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (IAB) wurden im ersten Quartal 2022 noch nie so viele unbesetzte Stellen verzeichnet. Mit einem Anstieg um 54 Prozent im Vergleich zum Vorjahreszeitraum vergrößerte sich die Anzahl der offenen Stellen im ersten Quartal 2022 auf insgesamt 1,74 Millionen Menschen – der höchste Wert seit Beginn der Messung im Jahr 1989. Damit kamen laut IAB im ersten Quartal auf 100 ausgeschriebene offene Stellen rund 140 arbeitslos gemeldete Menschen. Im Vergleich zu den USA fällt das Missverhältnis zwischen Arbeitslosen und offenen Stellen aber nicht so dramatisch aus.

Ist damit das Risiko einer Lohn-Preis-Spirale in Deutschland überschaubar? Tatsächlich sind bei der Beantwortung dieser Frage die Anhebungen des Mindestlohnes in Deutschland in diesem Jahr zu berücksichtigen. Zum 1. Juli 2022 erhöht sich der Mindestlohn von 9,82€ pro Stunde auf 10,45€ – ein Anstieg um 6,4 Prozent. Ab dem 1. Oktober ist dann eine weitere Erhöhung auf 12€ pro Stunde geplant. Laut der Vereinten Dienstleistungsgewerkschaft (ver.di) würden 8,6 Millionen Menschen profitieren – das entspricht rund 19% aller Beschäftigten. Moderate Lohnanpassungen, die allerdings weit unter der aktuellen Inflationsrate von 7,4 Prozent liegen, gab es in diesem Jahr bei den Tarifabschlüssen im Bankgewerbe

(2022: drei Prozent), in der Druckindustrie (2022: zwei Prozent) sowie im Versicherungsgewerbe (2022: drei Prozent) – diese moderaten Tarifanpassungen betrafen aber lediglich 1,3 Prozent aller Beschäftigten. Weitere Tarifverhandlungen stehen in diesem Jahr für die Chemieindustrie, Eisen- und Stahlindustrie sowie Metall- und Elektroindustrie an. Dabei vereinen die drei Sektoren rund 9,9 Prozent aller Beschäftigten in Deutschland.



Zusammenfassend lässt sich konstatieren, dass die Lohn-Preis-Spirale in den USA in vollem Gange ist. Damit erhöht sich das Risiko, dass die Inflation durch Zweitrundeeffekte länger auf einem höheren Niveau bleibt und die Federal Reserve eine aggressivere Geldpolitik einschlagen muss. Zu der starken Lohnentwicklung ist es trotz des geringen gewerkschaftlichen Organisationsgrads in Höhe von 10,3 Prozent gekommen. Der gewerkschaftliche Organisationsgrad misst das Verhältnis zwischen der Gesamtzahl der Gewerkschaftsmitglieder und der Zahl der erwerbstätigen Arbeitnehmer. Im Falle des US-Arbeitsmarktes gelang es den Arbeitnehmern durch dezentrale Lohnverhandlungen deutlich schneller und flexibler auf das gestiegene Preisniveau zu reagieren und ihre gestärkte Verhandlungsposition durchzusetzen. Aufgrund der schlechteren Datenverfügbarkeit in Deutschland ist die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale schwieriger einzuschätzen, allerdings scheint die Lohnsteigerungsdynamik in Deutschland im Vergleich zu den USA nicht so weit fortgeschritten zu sein. Jedoch dürfte der künftige Lohndruck durch die anstehenden Tarifverhandlungen und Mindestloohnerhöhungen in diesem Jahr zunehmen.

Marktdaten

	Stand 25.05.2022 11:24	Veränderung zum					
		12.05.2022 -1 Woche	18.04.2022 -1 Monat	18.02.2022 -3 Monate	18.05.2021 -12 Monate	23.02.2022 Kriegsbeginn	31.12.2021 YTD
Aktienmärkte							
Dow Jones	31929	0,6%	-7,2%	-6,3%	-6,3%	-3,6%	-12,1%
S&P 500	3941	0,3%	-10,3%	-9,4%	-4,5%	-6,7%	-17,3%
Nasdaq	11264	-0,9%	-15,5%	-16,9%	-15,3%	-13,6%	-28,0%
Russell 2000	1765	1,5%	-11,3%	-12,2%	-20,2%	-9,2%	-21,4%
DAX	13913	1,3%	-1,8%	-7,5%	-9,6%	-4,9%	-12,4%
MDAX	28820	2,3%	-6,0%	-12,6%	-10,7%	-9,6%	-17,9%
TecDAX	3036	2,1%	-5,2%	-5,5%	-8,9%	-3,3%	-22,6%
EuroStoxx 50	3648	0,9%	-5,2%	-10,5%	-8,9%	-8,2%	-15,1%
Stoxx 50	3588	1,6%	-5,2%	-3,4%	4,5%	-2,0%	-6,0%
SMI (Swiss Market Index)	11508	0,0%	-7,8%	-4,2%	3,3%	-3,6%	-10,6%
FTSE 100	7506	3,8%	-1,5%	-0,1%	6,7%	0,1%	1,6%
Nikkei 225	26678	3,6%	-0,5%	-1,6%	-6,1%	0,9%	-7,3%
Brasilien BOVESPA	110581	4,6%	4,4%	-2,0%	-10,1%	-1,3%	5,5%
Russland RTS	1291	13,2%	39,4%	-7,2%	-18,0%	7,2%	-19,1%
Indien BSE 30	53872	1,8%	-5,8%	-6,8%	7,3%	-5,9%	-7,5%
China CSI 300	3983	0,6%	-4,4%	-14,4%	-23,2%	-13,8%	-19,4%
MSCI Welt	2680	1,5%	-9,3%	-10,2%	-8,5%	-7,9%	-17,1%
MSCI Emerging Markets	1017	3,0%	-8,1%	-17,4%	-23,7%	-15,7%	-17,5%
Zinsen und Rentenmärkte							
Bund-Future	153,94	-82	-101	-1240	-1488	-1205	-1743
Bobl-Future	127,44	-66	-30	-400	-692	-354	-580
Schatz-Future	110,35	-24	-19	-153	-168	-135	-168
3 Monats Euribor	-0,36	22	23	22	20	17	23
3M Euribor Future, Dez 2022	0,77	24	42	0	130	1	1
3 Monats \$ Libor	1,48	7	42	100	132	98	127
Fed Funds Future, Dez 2022	2,55	-1	18	0	247	1	2
10-jährige US Treasuries	2,74	-9	-12	80	110	76	124
10-jährige Bunds	0,95	8	13	78	106	75	113
10-jährige Staatsanl. Japan	0,21	-3	-3	0	13	2	14
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,70	0	-16	44	81	41	83
US Treas 10Y Performance	613,32	-0,5%	-1,1%	-8,8%	-9,7%	-8,3%	-12,2%
Bund 10Y Performance	595,21	-1,3%	-1,4%	-7,1%	-9,4%	-6,9%	-10,1%
REX Performance Index	462,98	-0,6%	-0,6%	-3,8%	-5,6%	-3,7%	-5,7%
IBOXX AA, €	1,97	12	40	99	162	89	149
IBOXX BBB, C	2,88	10	56	129	212	115	201
ML US High Yield	7,81	14	117	195	302	195	290
Wandelanleihen Exane 25	6830	0,0%	-7,0%	-10,1%	-16,8%	-9,4%	-16,6%
Rohstoffmärkte							
S&P Commodity Spot Index	754,73	1,4%	-2,8%	17,3%	45,3%	14,6%	34,5%
MG Base Metal Index	460,14	2,5%	-13,4%	-7,1%	1,8%	-7,4%	-0,2%
Rohöl Brent	114,50	6,3%	2,4%	22,7%	66,3%	18,1%	46,0%
Gold	1857,40	0,9%	-6,4%	-2,0%	-0,6%	-2,6%	1,9%
Silber	21,60	3,3%	-17,1%	-9,8%	-23,1%	-11,9%	-7,2%
Aluminium	2838,76	4,7%	-13,2%	-14,0%	16,0%	-14,5%	1,2%
Kupfer	9250,10	1,6%	-10,2%	-7,6%	-10,9%	-6,6%	-5,0%
Eisenerz	133,31	1,0%	-14,3%	-5,5%	-37,5%	-6,8%	18,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	3253	4,4%	52,2%	65,6%	16,4%	45,0%	46,7%
Devisenmärkte							
EUR/ USD	1,0672	2,5%	-1,9%	-6,0%	-12,7%	-5,9%	-5,8%
EUR/ GBP	0,8529	0,2%	2,9%	2,1%	-0,8%	2,1%	1,6%
EUR/ JPY	135,51	1,2%	-0,6%	3,8%	1,8%	3,8%	3,9%
EUR/ CHF	1,0269	-1,0%	0,8%	-1,8%	-6,3%	-1,6%	-0,6%
USD/ CNY	6,6713	-1,7%	4,8%	5,5%	3,8%	5,6%	5,0%
USD/ JPY	128,23	-0,1%	1,0%	11,5%	17,8%	11,5%	11,4%
USD/ GBP	0,7995	-2,2%	4,1%	8,6%	13,6%	8,4%	8,3%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49403282-2572
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

Mark Simon Landt
+49 40 3282-2988
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 Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.