

Sonderbericht

Stagflation – Übertriebene Sorge oder Rückkehr eines Ungeheuers?



Das Wichtigste in Kürze: Vergleichsweise hohe Inflationsraten in den letzten Monaten haben an den Kapitalmärkten eine Diskussion darüber entfacht, ob neben dieser Reflationierung auch eine Stagflation droht. Eine Phase mit niedrigem oder sogar negativem Wirtschaftswachstum bei gleichzeitig hoher Inflation stellt einen volkswirtschaftlichen Sonderfall dar, der insbesondere während der beiden Ölpreiskrisen 1973-1975 und ab 1979 auftrat.

2. November 2021

Im vorliegenden Sonderbericht zeigen wir, wie sich die Stagflation in den 1970er Jahren negativ auf Renten- und Aktienportfolios auswirkte, und welche Argumente in der aktuellen Diskussion vorgebracht werden. Nach unserer Einschätzung ist es sinnvoll, die einzelnen Aspekte nach dem vermuteten Zeitpunkt ihres Eintretens zu ordnen. Demnach dürften im Winterhalbjahr 2021/22 tatsächlich Stagflationstendenzen bestehen, da die Inflation zunächst noch hoch bleiben wird, aber mit einer vorübergehenden Abkühlung des Wirtschaftswachstums zu rechnen ist. Die Wahrscheinlichkeit überwiegt nach unserer Ansicht, dass die Kapitalmärkte durch diese Zeit hindurchsehen werden, da im kommenden Frühjahr mit einer Abnahme des Preisdrucks und einer Belebung der Konjunktur gerechnet werden kann. Auf Jahressicht dürfte es keine Stagflation geben.

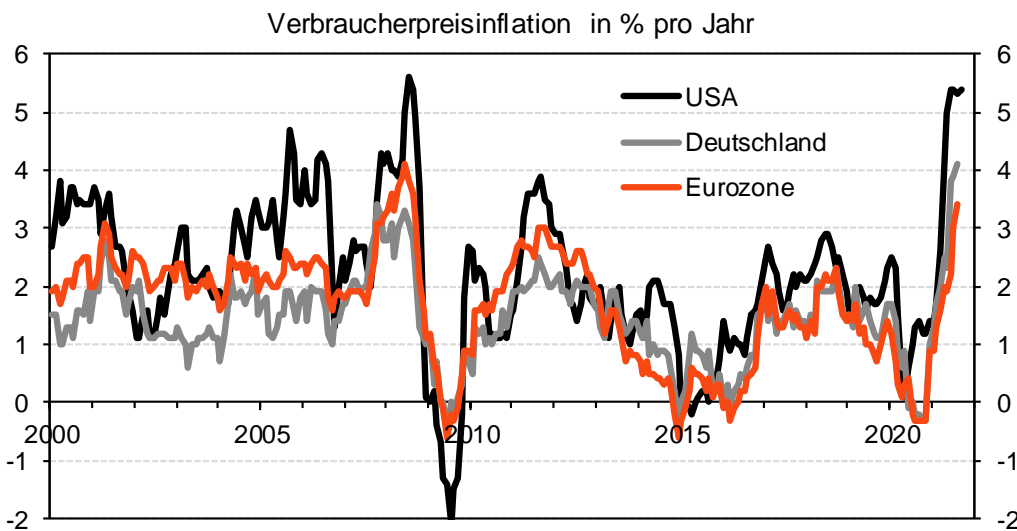
Mittelfristig bestehen zumindest stagflatorische Tendenzen. Das Wirtschaftswachstum dürfte sich nach der Erholung von der Corona-Krise wieder auf einem niedrigeren Niveau einpendeln, während gleichzeitig durch die Demografie mit einem Rückgang des Arbeitskräftepotenzials Lohndruck entstehen könnte. Ob sich dieser entfalten wird, hängt unter anderem davon ab, inwieweit sich eine lohdämpfende Migration und Automatisierung realisieren lassen.

- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

1. Einleitung

Das Ende der gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Einschränkungen im Zuge der Corona-Krise brachte im Sommer 2021 nicht nur eine deutliche konjunkturelle Belebung, sondern auch einen seit vielen Jahren nicht mehr gesehenen Inflationsanstieg mit sich. Die Jahrespreissteigerungsrate in den USA bewegt sich nun schon seit vier Monaten im Bereich von 5,4 %. Das ist rund der dreifache Wert des Durchschnitts der Jahre 2011 bis 2020, der lediglich 1,7 % beträgt. In Europa stiegen die Inflationswerte zwar etwas weniger deutlich. Mit 4,1 % für die Eurozone im Oktober und 4,5 % für die Bundesrepublik Deutschland wurde hier der dreifache Wert der Inflation im vergangenen Jahrzehnt jedoch überschritten (siehe Grafik).

Die Inflationsraten befinden sich auf Mehrjahreshochs,...



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Anfänglich ließ sich dieser Anstieg als eine nur vorübergehende Erscheinung deuten, die durch eine plötzlich wieder hohe Güternachfrage durch die Konsumenten einerseits und eine aufgrund der Corona-Krise zurückgeworfene und noch nicht wieder voll hochgefahrne Güterproduktion andererseits zustande kam. In dieses Bild fügten sich auch Sonderfaktoren wie die oftmals hervorgehobene temporäre Mehrwertsteuersenkung in Deutschland im 2. Halbjahr 2020 ein, die bekanntlich statistisch zu einem Inflationsanstieg im 2. Halbjahr 2021 durch den Vergleich mit dem niedrigeren Vorjahreszeitraum führt. Im Januar 2022 wird dieser Effekt aber auslaufen, so dass zumindest von dieser Seite eine Entspannung erwartbar ist.

...doch sind sie nur eine vorübergehende Erscheinung,...

Mittlerweile mehren sich jedoch die Anzeichen dafür, dass die inflationären Tendenzen noch etwas länger bestehen bleiben könnten. Hierzu gehört die Problematik der Knappheit und damit der Verteuerung von Rohstoffen und Vorprodukten wie Energieträgern. Auch die Störung der Lieferketten, die unter anderem durch die Schließung wichtiger chinesischer Häfen nach vereinzelt Corona-Fällen verursacht wird, könnte sich noch als hartnäckiger erweisen, als ursprünglich geglaubt. China verfolgt unverändert eine Null-Toleranz-Politik in puncto Corona, so dass weiterhin mit Produktions- und Transportausfällen zu

...oder ein längere Zeit anhaltendes Problem?

rechnen ist. Dies gilt umso mehr, da in der unmittelbaren Grenzregion zu Russland, wo derzeit eine große Corona-Welle stattfindet, die Fallzahlen zunehmen und in wenigen Wochen die Olympischen Winterspiele in Peking beginnen, die China kaum verschieben möchte. Drittens hat der Preisauftrieb an Breite gewonnen. Im Sommer 2021 rührte der Inflationsschub vor allem von explodierenden Preisen für spezielle Güter wie Flugtickets, Mietwagen und Gebrauchtfahrzeugen her. Hierbei handelte es sich um die oben bereits angedeuteten Sonderfaktoren nach den Corona-Lockerungen. Zuletzt haben sich aber viele Kategorien von Lebensmittel über Möbel bis hin zu Mieten verteuert. Viertens lässt sich insbesondere in den USA der Beginn einer Lohn-Preis-Spirale erahnen. Die Knappheit an Arbeitskräften führt dort zu Lohnerhöhungen, was die Arbeitgeber zu Preiserhöhungen veranlasst, was wiederum die Neigung mancher Arbeitnehmer erhöht, nach einem besserbezahlten Job zu suchen.

Argumente für eine Fortsetzung der hohen Inflationsraten...

Gleichzeitig haben sich die Aussichten für das Wirtschaftswachstum in den letzten Monaten etwas eingetrübt. Im Oktober korrigierte der Internationale Währungsfonds (IWF) die zuletzt erst im Juli aktualisierte Schätzung für das Weltwirtschaftswachstum in diesem Jahr um 0,1 Prozentpunkte nach unten. Für Deutschland umfasst die Revision nach unten sogar 0,5 Prozentpunkte, was vor allem der Misere der deutschen Fahrzeugwirtschaft geschuldet ist. Neben der Herausforderung durch die Umstellung auf Elektromobilität macht dieser wichtigen Branche ganz besonders der aktuelle Chip- und Vorproduktmangel zu schaffen, womit auch eine Verbindung zwischen den beiden aktuellen Problemkreisen, nämlich der höheren Inflation und dem schwächeren Wachstum, besteht.

...bei gleichzeitiger Eintrübung der Konjunkturperspektiven...

Insgesamt haben diese Entwicklungen und weitere Aspekte in den letzten Wochen zu einer Stagflationsangst geführt, also der Sorge, dass die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung durch eine konjunkturelle Stagnation einerseits mit niedrigem Wirtschaftswachstum und einer höheren Inflation andererseits geprägt sein könnte. Die Meinungen hierüber sind ausgesprochen kontrovers, und wir möchten mit dem vorliegenden Sonderbericht die verschiedenen Sichtweisen vorstellen und bewerten. Hierzu findet im nächsten Kapitel eine kurze Beschreibung der letzten Stagflationszeit in den 1970er Jahren statt, in denen dieser Begriff geprägt wurde. Wie zu zeigen sein wird, wich jene schwierige Phase wirtschaftlich und am Kapitalmarkt sehr stark von den letzten 30 Jahren ab. Im folgenden Kapitel werden die Gemeinsamkeiten und Unterschiede zur heutigen Zeit herausgearbeitet, bevor wir im vierten Kapitel auf unsere Einschätzung für die Zukunft eingehen.

...führten zuletzt zu Stagflationsängsten,...

Wir möchten an dieser Stelle gleich vorwegnehmen, dass wir auf Sicht des laufenden und auch des kommenden Kalenderjahres 2022 keine Stagflation im eigentlichen Wortsinn erwarten. Hierfür fehlt vor allem die erste Komponente der Komposition, nämlich das Nullwachstum der Wirtschaft auf Jahressicht. Selbst nach Revision der Prognosen erwartet der IWF ein sogar hohes globales Wirtschaftswachstum von 5,9 % in diesem und 4,9 % im kommenden Jahr. Und für Deutschland rechnet der Währungsfonds mit 3,1 % beziehungsweise 4,6 % BIP-Wachstum. Allerdings ist abgesehen von einer gewissen Wachstumsdelle im bevorstehenden Winterhalbjahr damit zu rechnen, dass die allmähliche Erholung von der Corona-Krise, die zu diesen überdurchschnittlich hohen Wachstumsraten führt, mittelfristig ausläuft und dann hierzulande von einem ähnlich schwachen Wachstum wie in den 2010er Jahren abgelöst wird. Und da die Inflationsraten zwar zunächst etwas rückläufig sein dürften, aber mittelfristig gewisse

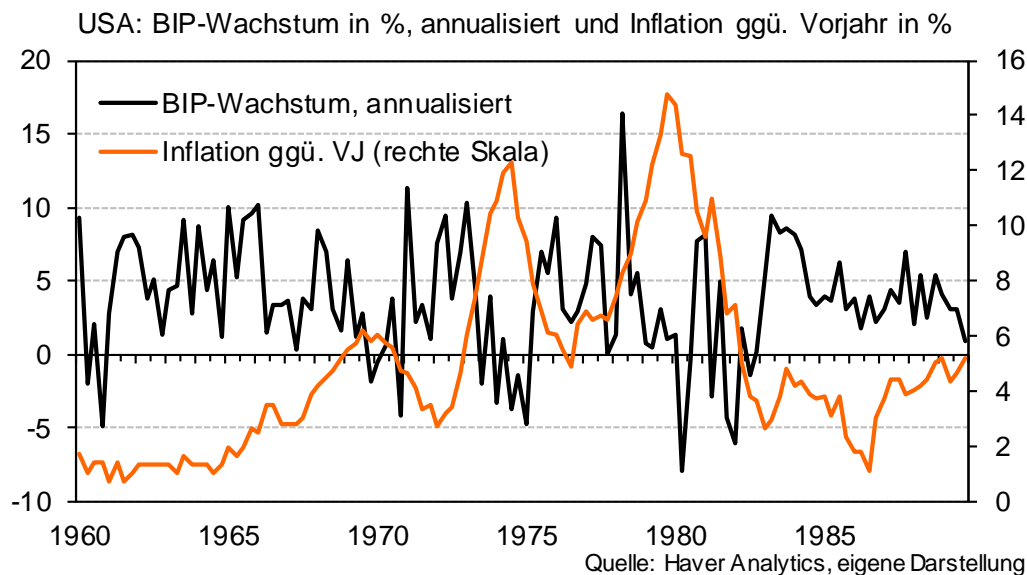
...die jedoch etwas übertrieben erscheinen.

Inflationsgefahren drohen, könnten verschiedene Negativaspekte einer Stagflation zukünftig dennoch auftreten.

2. Konjunktur und Kapitalmarkt in der Stagflation

Stagflation ist ein Modebegriff aus den 1970er Jahren, der prägnant das damalige Geschehen in der Wirtschaft zusammenfasst, nämlich vergleichsweise hohe Inflationsraten trotz konjunktureller Stagnation. Bis dahin gingen hohe Inflationsraten üblicherweise mit einem Wirtschaftsboom einher, und umgekehrt war niedriges Wirtschaftswachstum mit einer niedrigen Geldentwertung oder sogar einer Deflation verbunden. Für ein historisches Beispiel zur Stagflation als Anschauungsmaterial muss übrigens auf jene 1970er Jahre zurückgegriffen werden, da sich eine solche Konstellation seitdem nicht mehr wiederholte. Seit Anfang der 1980er Jahre waren die Inflationsraten in den westlichen Industriestaaten in der Tendenz nämlich deutlich rückläufig.

Stagflation ist ein Modebegriff der 1970er Jahre,...



Der Blick auf die Daten offenbart den starken Anstieg der Verbraucherpreise in der Stagflationszeit (siehe Grafik oben). Während die Inflationsrate in den USA in den 1960er Jahren im Durchschnitt noch bei moderaten 2,5 % lag, schoss sie in den 1970er Jahren auf 7,4 % in die Höhe. In den 1980er Jahren schwächte sich der Preisdruck dann wie bereits erwähnt ab. Für dieses Jahrzehnt ergibt sich ein arithmetischer Mittelwert von 5,3 %. Doch wird nur die Zeit von Anfang 1983 bis Ende 1989 betrachtet, dann betrug die Inflation 3,7 % pro Jahr, also nur noch die Hälfte verglichen mit den 1970er Jahren.

...als die Inflation deutlich höher als davor und danach war.

Die andere Seite der Medaille, das Wirtschaftswachstum, war längst nicht so schwach, wie man es angesichts der Wortschöpfung Stagflation erwarten würde. Es kühlte sich zwar von durchschnittlich und inflationsbereinigt 4,4 % pro Jahr in den 1960er Jahren auf 3,3 % in den 1970er Jahren ab. Aber es blieb – zumindest über die gesamte Dekade gemittelt – deutlich positiv und fiel dann in den 1980er Jahren, nachdem die Stagflation überwunden war, sogar weiter auf durchschnittlich 3,1 % ab. Viel wichtiger als der Wert des durchschnittlichen Wirtschaftswachstums dürfte in den Augen der Zeitgenossen jedoch die Schwere

Die Wirtschaft wuchs auch in den 1970er Jahren,...

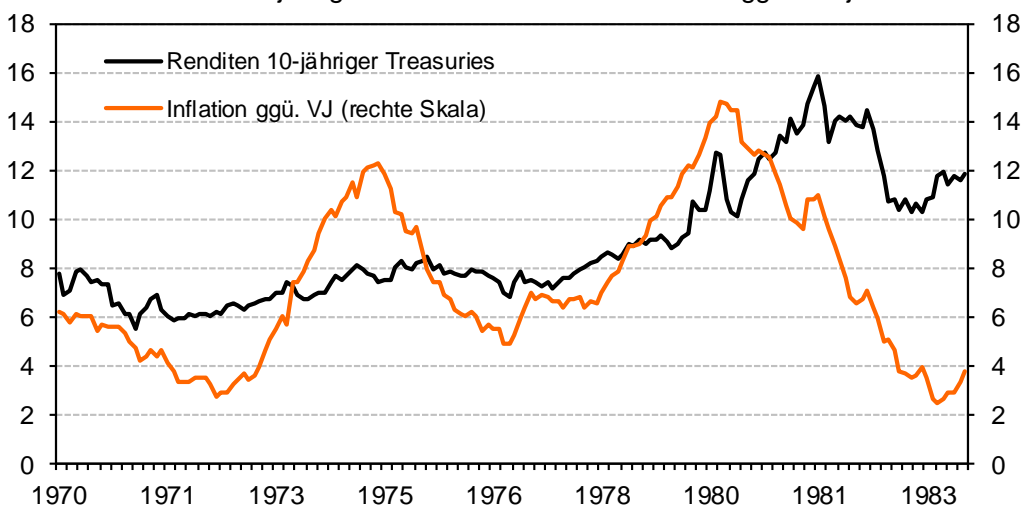
der Rezessionen gewogen haben, die sich dann auch noch über mehrere Quartale erstreckten. Auch dieser Umstand war nach den aus dieser Perspektive goldenen 1950er und 1960er Jahren eher ungewöhnlich. Als Stagflation im eigentlichen Sinne kann deshalb nicht das gesamte Jahrzehnt der 1970er Jahre betrachtet werden, sondern entscheidend sind vielmehr die Rezessionsphasen. So wurde das preisbereinigte BIP-Niveau vom Sommer 1973 und damit am Vorabend der ersten Ölkrise erst wieder im Herbst 1975 erreicht, während sich die Verbraucherpreise im gleichen Zeitraum um gut 23 % verteuert hatten. Die zweite Ölpreiskrise 1979/80 wirkte sich dagegen erst im Jahr 1980 als ungefähr halbjährige Rezession in den USA aus, während die Verbraucherpreise um rund 7 % anstiegen. Bei genauerer Betrachtung war die Stagflation somit in heutigen Worten nur ein vorübergehendes, konkret gesprochen, zweimal relevantes Phänomen.

...doch insbesondere die Zeit der Ölkrisen war problematisch.

Für den Kapitalmarkt waren die Umstände in jener Zeit nichtsdestotrotz widrig. Im Bereich der festverzinslichen Anlagen entschädigte der Zins in der Regel nicht für die Inflationsverluste. So stieg die Inflationsrate während der ersten Ölpreiskrise 1973 bis 1975 über die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen. Das gleiche Phänomen wiederholte sich ab Anfang 1979 und damit noch vor Beginn der heißen Phase der zweiten Ölpreiskrise (siehe Chart unten). Zu den negativen Realrenditen, die aus heutiger Sicht zur Normalität geworden sind, kamen jedoch deutliche Kursverluste auf einen etwaigen Rentenbestand hinzu, denn die Renditen stiegen im Zeitablauf tendenziell an und sorgten damit für sinkende Notierungen der Papiere. Die Umstände waren damit weit schwieriger, als die Grafik unten auf den ersten Blick erkennen lässt, die nur die jeweilige Rendite für Neuanlagen in 10-jährige Papiere angibt, aber nicht die reale Entwicklung eines Rentenportfolios.

Inflationsraten weit oberhalb der Zinssätze...

USA: Rendite 10-jähriger Staatsanleihen und Inflation ggü. Vorjahr in %



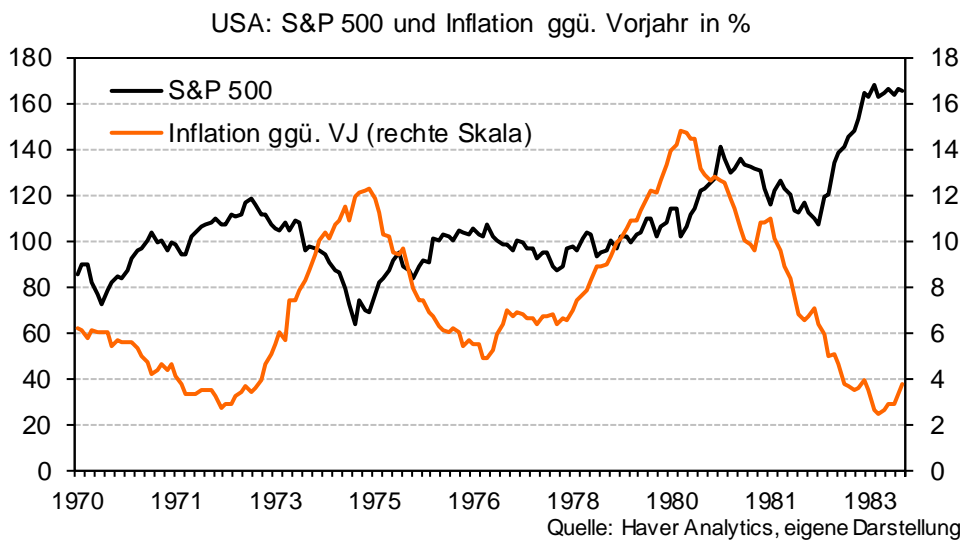
Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Auch Aktienanlagen bereiteten während den beiden Stagflationsphasen in den 1970er Jahren keine Freude. Der S&P 500, der 1957 zum ersten Mal berechnet wurde und damit in den 1970er Jahren neben dem weniger breiten Dow Jones bereits als Aktienindex weit verbreitet war, brach von seinem damaligen Allzeithoch bei rund 120 Punkten im Januar 1973 auf 62 Punkte im Tiefstand im Oktober 1974 ein. Der Rückgang um fast 50 % innerhalb von 22 Monaten blieb in

...und schlechte Zeiten an den Aktienmärkten...

seinen Ausmaßen leicht hinter dem Crash des Aktienmarktes im Zuge der Subprime- und Finanzkrise Ende der 2000er Jahre zurück. Von Oktober 2007 bis März 2009 und damit innerhalb von nur 17 Monaten verlor der S&P 500 rund 56 %. Allerdings muss noch die höhere Inflation während der Ölpreiskrise zu den Kursverlusten addiert werden, so dass der reale Wertverlust eines Aktienkorbes etwas höher ausfiel als 35 Jahre später. Die zweite Ölpreiskrise war mit kleineren Kursschwankungen im Jahresverlauf 1979 und Anfang 1980 mit einem Indexrückgang um 17 % innerhalb sehr kurzer Zeit verbunden. Der etwas größere Einbruch des S&P 500 von November 1980 bis Juni 1982 um 27 % war dann das Ergebnis einer Rezession in den westlichen Volkswirtschaften, die in Zusammenhang mit einem scharfen geldpolitischen Bremsmanövers der US-Notenbank steht. Der 1979 angetretene neue Notenbankchef, Paul Volcker, der den Leitzins bereits im März 1980 kurzzeitig auf 20 % erhöhte, drehte damals erneut an der Zinsschraube, so dass die Federal Funds Target Rate im Mai 1981 abermals bei 20 % stand.

...endeten erst Anfang der 1980er Jahre.



Entscheidend für die Beurteilung der 1970er Jahre allgemein ist daneben auch der Umstand, dass die Aktienmärkte per Saldo wenig Auftrieb verzeichneten. Von Ende 1969 bis Ende 1979 stieg der S&P 500 per Saldo nur um 17,2 % und der 30 Aktien umfassende Dow Jones sogar nur um 4,8 %. Hierzu sind noch Dividenden zu berücksichtigen, die in den traditionell als Kursindizes ausgestalteten US-amerikanischen Aktienbarometern im Vergleich beispielsweise zum Deutschen Aktienindex DAX fehlen. Eine Rückberechnung des S&P 500 als sogenannter Total Return-Index beziehungsweise Performance-Index inklusive Ausschüttungen liegt zwar erst seit 1988 vor. Gemäß einem Zahlenwerk des Yale-Professors Robert Shiller können für die 1970er Jahre jedoch Dividendenrenditen in Höhe von 3 % am Anfang des Jahrzehnts und bis zu 5 % an dessen Ende veranschlagt werden. Trotzdem fällt das Gesamtergebnis enttäuschend aus, denn eine Aktienanlage hätte sich auch inklusive von wiederinvestierten Dividenden langsamer entwickelt als der typische Warenkorb der Privathaushalte. Die Inflation betrug in dieser Zeit kumuliert 104 %, so dass mit Aktienanlagen ein realer Wertverlust entstanden war.

Die Inflation „fraß“ Aktienkursgewinne und Dividenden.

Ähnliche Aussagen ließen sich übrigens über festverzinsliche Wertpapiere und Aktien aus Deutschland treffen, die sich im Großen und Ganzen in ähnlichen Bahnen bewegten wie in den USA. Allerdings ist die Datenlage beziehungsweise die Vergleichbarkeit etwas schwieriger, beispielsweise da der Deutsche Aktienindex DAX erst seit 1987 zur Verfügung steht.

Dass Aktien in den 1970er Jahren über lange Zeit eine schlechte Geldanlage darstellten, war ein Unterschied zu den 1960er Jahren, als der S&P 500 ohne Dividenden per Saldo um knapp 54 % stieg und sich der Warenkorb um insgesamt nur 28 % verteuerte. Und im Vergleich zu den letzten rund 35 Jahren fällt der Unterschied noch deutlicher aus. Seitdem in den 1980er Jahren bedingt durch die geldpolitische Wende von Paul Volcker die lange Epoche der „Great Moderation“ mit niedrigen Inflationsraten, sinkenden Zinsen und moderat volatilen Konjunkturzyklen sowie einer beschleunigten Globalisierung begann, waren breit angelegte Aktienengagements zu jedem Einstiegszeitpunkt langfristig eine lohnende Geldanlage. Wer unglücklicherweise zu einem Höhepunkt vor einem Absturz kaufte, beispielsweise Mitte Februar 2020 und damit unmittelbar vor der Corona-Krise, konnte nach einer gewissen Phase des Aussitzens darauf vertrauen, wieder in die Gewinnzone zu gelangen. So steht der DAX-Kursindex exklusive Ausschüttungen wie Dividenden heute 7 % über dem Niveau vor Beginn der Pandemie, und der S&P 500 hat seit dem Vorkrisenhoch sogar um 35 % zugelegt. Gleichzeitig waren die Inflationsraten in den vergangenen 30 Jahren von wenigen kurzfristigen Phasen abgesehen sehr moderat.

Solche vorteilhaften Entwicklungen fanden in den 1970er Jahren dagegen nicht statt, wie auch die Misere der sogenannten Nifty Fifty zeigt. Damit waren 50 populäre und vermeintlich solide US-amerikanische Aktiengesellschaften gemeint, in die nach allgemein vorherrschender Auffassung in den 1960er Jahren und Anfang der 1970er Jahre jederzeit bedenkenlos investiert werden konnte. Gewisse Parallelen zum Anlageverhalten an den Aktienbörsen in der heutigen Zeit sind unverkennbar. Tatsächlich gerieten aber auch die „raffinierten Fünfzig“ ab Anfang der 1970er Jahre in den Strudel der Stagflationszeit, und die Kurse wurden mit nach unten gerissen, beziehungsweise sie entwickelten sich sogar vielfach schlechter als der Gesamtmarkt, da sie vor der Ölpreiskrise hoch bewertet waren und damit ein größeres Absturzpotenzial boten.

Grob vereinfacht lässt sich sagen, dass Unternehmen und damit deren Aktienkurse während einer Stagflation unter einer abschmelzenden Gewinnmarge leiden können. Dies ist dann der Fall, wenn die Preise der Vorprodukte und die Löhne stärker ansteigen als es möglich ist, die Verkaufspreise der hergestellten Güter zu erhöhen. Und zweitens kann sich der Rückgang der Nachfrage bei einer Stagnation negativ auf die Gewinnaussichten auswirken, wobei eine Konjunkturdelle auch durch steigende Leitzinsen ausgelöst werden kann, die wiederum eine Antwort der Notenbanken auf eine höhere Inflationsrate darstellen. Beide Aspekte spielten in den 1970er Jahren eine wichtige Rolle, wozu noch teilweise harte Produktionsbeschränkungen aufgrund des Mangels an Rohöl kamen.

Ähnliche Entwicklungen in der gesamten westlichen Welt beobachtbar.

Das „Aussitzen“ von Verlusten funktionierte in den 1970er Jahren nicht wirklich,...

...auch, da manche Aktien zuvor hoch bewertet waren.

Inflation kann die Gewinnmarge der Unternehmen drücken.

3. Argumente für und gegen eine zukünftige Stagflation

Grundsätzlich wäre eine neue Stagflation dann denkbar, wenn ähnliche Voraussetzungen vorlägen, wie es in den 1970er Jahren der Fall war. Neben diversen Unterschieden bestehen auch Gemeinsamkeiten der heutigen Situation zu damals.

Heute wie damals...

Beispielsweise war die Geldpolitik der 1970er Jahre gemessen an den hohen Inflationsraten ausgesprochen locker. Aus politischer Rücksichtnahme und vor dem Hintergrund steigender Arbeitslosenquoten verzichtete die US-Notenbank unter ihrem damaligen Vorsitzenden Arthur F. Burns auf eine angemessene Anhebung der Leitzinsen. Das Gleiche lässt sich über unsere Zeit sagen, in der sich beispielsweise die US-Leitzinsen schon seit vielen Jahren fast immer unterhalb der Inflationsrate bewegen. Der für Anfang November 2021 angekündigte Beschluss einer schrittweisen Rückführung der Anleihekäufe im Volumen von derzeit 120 Mrd. US-Dollar pro Monat ist zwar ein Schritt in Richtung geldpolitische Straffung. Allerdings wird sich erst im Nachhinein zeigen, ob dies ausreichend war, um einen Impuls gegen eine Verhärtung der Inflation zu setzen. Während am Markt bereits mit einer Erhöhung des US-amerikanischen Leitzinsbandes um 25 Basispunkte zur Jahresmitte 2022 gerechnet wird, versuchten Mitglieder des Offenmarktausschusses der Fed solche Erwartungen in den letzten Wochen eher zu dämpfen. Und in Europa ist vor dem Hintergrund des disparaten Zustands der Eurozone noch auf längere Zeit nicht mit Leitzinserhöhungen zu rechnen.

...ist die Geldpolitik sehr locker.

Selbstverständlich kann eine Anhebung der Zinsen zur Inflationseindämmung unnötig erscheinen, wenn die Geldentwertung aufgrund von Sonderfaktoren absehbar nur vorübergehend auftritt. Allerdings ist stets erst im Nachhinein die Dauerhaftigkeit der Inflation erkennbar. Ähnlich wie in den letzten Monaten nur von einem vorübergehenden Inflationsbuckel nach Ende der Corona-Restriktionen gesprochen wurde, hatte man die erste Ölpreiskrise ab Oktober 1973 zunächst nur als ein kurzfristiges Phänomen interpretiert. Unterschätzt wurde, wie lange die erdölexportierenden arabischen Staaten auf Vergeltung durch eine Förderdrosselung setzten, nachdem sie mit dem Überfall auf Israel nach anfänglichen militärischen Erfolgen letztlich gescheitert waren. Der Jom-Kippur-Krieg dauerte nämlich gerade einmal rund drei Wochen, und danach war der bisherige politische Zustand im Nahen Osten wieder hergestellt, was auch die Erwartung einer baldigen Normalisierung der Erdölexporte zum damaligen Zeitpunkt rechtfertigte.

Entscheidend ist die Länge von Inflationsimpulsen...

Unabhängig vom jeweiligen Auslöser eines Inflationsimpulses und dessen Länge dürfte allgemein entscheidend sein, inwieweit sogenannte Zweitrundeneffekte entstehen. In den USA ist das im aktuellen Fall bereits deutlich erkennbar, denn im verarbeitenden Gewerbe geben die Unternehmen gemäß praktisch aller Konjunkturumfragen der letzten Monate mehrheitlich an, die gestiegenen Preise für Vorprodukte und Löhne in Form von höheren Produktpreisen weiterzureichen. Gleichzeitig verlangen vor allem Arbeitnehmer an unteren Ende der Lohnskala höhere Gehälter, was sich an der im September auf ein Rekordhoch von 2,9 % gestiegenen Rate der freiwilligen Kündigungen durch Arbeitnehmer zeigt. Angesichts der aus Unternehmenssicht angespannten Arbeitsmarktsituation ist es für viele Angestellte offenbar leicht, einen neuen, höher vergüteten Job zu bekommen.

...und, ob diese Zweitrundeneffekte auslösen können.

Ob hieraus eine längere Zeit bestehende Lohn-Preis-Spirale entstehen wird, ist noch offen. Etwas gebremst werden könnte die Entwicklung durch den seit vielen Jahren rückläufigen Organisationsgrad der Angestellten. In den 1970er Jahren waren noch mehr als 20 % der Beschäftigten in den USA Gewerkschaftsmitglied. Heute beläuft sich der Anteil auf weniger als 15 %. In Europa war der Organisationsgrad ebenfalls stark rückläufig, wobei aus der jüngeren Vergangenheit keine exakten Zahlen vorliegen. Im Bereich der deutschen Metallwirtschaft waren in den 1990er Jahren beispielsweise noch mehr als 90 % der Beschäftigten gewerkschaftlich organisiert, doch der Anteil fiel schon in den 2000er Jahren unter die 50%-Marke. Hinzu kommt die in den letzten Jahren stets angewachsene Laufzeit der Tarifverträge, so dass zumindest kurzfristig keine hohen Lohnabschlüsse möglich sind. Relevant sind hier wie in den USA zunächst vielmehr die politischen Aktivitäten an der Stellschraube des gesetzlichen Mindestlohns.

Bedeutung der Gewerkschaften ist gesunken,...

... doch die des staatlichen Mindestlohns gestiegen.

Insgesamt sieht es derzeit so aus, als ob die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale auch mittelfristig in den USA etwas höher ist als in Europa. Grundsätzlich gibt es drei verschiedene Möglichkeiten, eine solche Spirale zu unterbrechen. Die erste, eine Dämpfung der Konjunktur, ist in einer Stagflation hinfällig. Zweitens ist es möglich, die Produktion ins Ausland zu verlagern. Die USA stellen seit rund 20 Jahren ein Paradebeispiel für die Abwanderung vieler Industriearbeitsplätze ins Ausland und den spiegelbildlichen gesellschaftlich-ökonomischen Niedergang der Arbeiterklasse dar. Angesichts der vom ehemaligen Präsidenten Donald Trump gegen China errichteten Zollhürden, die vom jetzigen Amtsinhaber Joe Biden noch nicht angerührt wurden, schlug das Pendel in letzter Zeit aber wieder ein Stück weit in die andere Richtung. Ähnlich wirken auch die zunehmenden Autarkiebestrebungen Chinas und die von den Unternehmen gewünschte Verringerung der Abhängigkeit von zu langen Lieferketten, die sich insbesondere in der Pandemie und auch jetzt als problematisch erweisen.

Auslagerung der Produktion ins Ausland...

Eine dritte Möglichkeit zur Unterbrechung einer Lohn-Preis-Spirale ist die Förderung lohndrückender Immigration, oftmals dargestellt als Notwendigkeit, um fehlende, aber dringend benötigte Fachkräfte zu gewinnen. Die US-Unternehmen profitierten in dieser Hinsicht in den letzten Jahrzehnten vor allem von einem starken Zuzug aus Mittel- und Südamerika. Zu den großen Vorhaben in der Amtszeit von Präsident Donald Trump gehörte jedoch die Eindämmung der Migrationsbewegungen zum Schutz der unteren sozialen Schichten, und Joe Biden steht ihm in dieser Hinsicht in nichts nach. Der Nachschub an billigen Arbeitskräften wurde insofern auf absehbare Zeit stark eingeschränkt, wozu auch Grenzsicherungen als Folge der Corona-Pandemie beitrugen. Dieser Aspekt wiegt in der Zukunft umso schwerer, da in den 2020er Jahren viele Angehörige der Baby-Boomer-Generation in Rente gehen werden, so dass das inländische Arbeitskräftepotenzial diesseits und jenseits des Atlantiks rückläufig sein wird.

...und Förderung der Arbeitskräfteeinwanderung dämpfen Inflation.

In der EU besteht sehr viel mehr Potenzial für eine lohndämpfende Migration und die Verlagerung von Arbeitsplätzen. Hierfür sorgen die immer noch hohen Lohngefälle zwischen den ärmeren Staaten Süd- und Osteuropas und dem weiter entwickelten Norden und Westen. Zweitens wird die Einwanderung aus dem außereuropäischen Raum stellenweise geduldet oder auch politisch gewünscht. Hierbei wirkt sich die geographische Nähe zu den Auswanderungsregionen im Nahen Osten und in Afrika förderlich aus. Wenn diese Migrationsbewegung nach einer wirkungsvollen Milderung der Corona-Problematik wieder zunimmt, besteht das Potenzial für eine Verhinderung einer inflationssteigernden Lohn-Preis-

Hohe Einwanderung nach Westeuropa erwartet.

Spirale, sofern es gelingt, die Menschen in den Arbeitsmarkt zu integrieren. In diesem Punkt besteht der vielleicht wichtigste Unterschied der heutigen Situation zur Stagflationszeit der 1970er Jahre, denn damals – es herrschte Kalter Krieg – waren der Auslagerung von Arbeitsplätzen in Niedriglohnländer und der Anwerbung von Arbeitskräften engere Grenzen gesetzt.

In anderen Aspekten bestehen allerdings große Ähnlichkeiten zur Stagflationszeit. Hierzu gehört der massive Ausbau staatlicher Leistungen, der neben positiven Auswirkungen auch das Potenzial hat, die Wachstumsdynamik der Wirtschaft durch zu viel Regulierung und Umverteilung zu beeinträchtigen. Außerdem werden staatliche Ausgabenspielräume in Form von sehr großen Haushaltsdefiziten überschritten, was wiederum den Druck auf die Notenbank erhöht, mit einer gefälligen Geldpolitik zu kollaborieren, und die Inflationsgefahren zu vernachlässigen. In den USA ist mit Blick auf die Stagflationszeit vor allem das von Präsident Lyndon B. Johnson in den 1960er Jahren durchgesetzte „Great Society“-Programm zu nennen, welches dem Sozialstaat seine bis dahin größte Ausdehnung gab. Die Ziele, darunter Bekämpfung von Armut, Stärkung der Rechte von Minderheiten, Förderung von Bildung und Gesundheit sind teilweise deckungsgleich mit dem jüngsten 3,5-Mrd.-US-Dollar-Paket von Präsident Biden, um das in diesen Tagen im Kongress gestritten wird.

Die Staaten leben derzeit über ihre Verhältnisse,...

In Europa scheint die Austeritätspolitik der 2010er Jahre mit dem sogenannten EU Next Generation-Programm endgültig abgeschlossen zu sein. Das nicht auf Staatseinnahmen, sondern nur auf Krediten beruhende Paket über 750 Mrd. Euro wurde zwar aus Anlass der Corona-Krise aufgegleist, aber der Verteilungsmodus weist fast überhaupt keinen Zusammenhang mit der Pandemie auf. Die Darlehen über 360 Mrd. Euro werden nur von den überschuldeten Peripheriestaaten abgerufen, da es für die bonitätsstarken Staaten angesichts von Negativzinsen auf ihre Anleihen keinen Sinn hat, sich über Brüssel Fremdkapital zu beschaffen. Und der Großteil der sogenannten Zuschüsse in Höhe von 390 Mrd. Euro wird gemäß Arbeitslosenquoten und Wirtschaftsstärke in der Vor-Corona-Zeit verteilt. Der Trend geht damit eindeutig in Richtung einer zunehmenden Tolerierung von Haushaltsdefiziten und höheren Schuldenständen.

...und schrecken nicht vor neuen Schulden zurück,...

Hinsichtlich der Staatsverschuldung ist die Lage heute sogar noch problematischer als früher. Anfang der 1970er Jahre betrug die Staatsschuldenquote der USA weniger als 40 % des Bruttoinlandsproduktes mit sinkender Tendenz durch die hohe Inflation. Heute beträgt diese Quote etwa 133 %. Dieses Niveau wird nur deshalb nicht als drückend hoch empfunden, da die Zinsen heute im Vergleich zu früher niedriger sind, was aber wiederum den Druck auf die Notenbank erhöht, nicht zu stark an der Zinsschraube zu drehen.

...obwohl die Staatsschuldenstände hoch sind.

Die besondere Konstellation zu Beginn der ersten großen Stagflationsphase 1973 mit einer Ölkrise und der zwei Jahre vorher erfolgten Aufhebung der Goldbindung des US-Dollars, womit auch die bislang praktizierte Fixierung der Wechselkurse aufgegeben wurde, kann sich in dieser Form selbstverständlich nicht mehr wiederholen. Aber abgesehen hiervon wirken die heutigen ökonomischen Spannungen ebenfalls inflationär. Zu nennen ist an erster Stelle die allseits erwähnte Vorproduktknappheit und die Verteuerung vieler Rohstoffe von Öl bis hin zu den Metallen. Nach der Bekanntgabe von Werksschließungen aufgrund von Strommangel stieg der Zinkpreis im Oktober um rund 25 %. Der Erdölpreis verdoppelte sich in den letzten zwölf Monaten, und Erdgas zur Lieferung in den Niederlanden verteuerte sich in dieser Zeit auf das Fünffache.

Aktuell wirken stark gestiegene Energiepreise...

Grundsätzlich erscheint es allerdings auch möglich, dass die Energiepreise nicht weiter ansteigen, womit der inflationssteigernde Effekt auf die Statistiken nach zwölf Monaten automatisch seine Wirkung verliert, oder dass die Preise sogar sinken. In diesem Punkt spielen nur schwer zu prognostizierende politische und geopolitische Aspekte eine wichtige Rolle. Aktuell wird die Verteuerung der Energie vor allem von zwei Faktoren getrieben. Erstens haben sich die ölexportierenden Staaten der OPEC+ auf Fördererhöhungen im Umfang von nur 400.000 Faß pro Tag in jedem Kalendermonat verständigt, was angesichts der Steigerung des Bedarfs zu wenig ist. Solche Beschlüsse sind jedoch nicht in Stein gemeißelt. Zweitens scheint Russland die Zertifizierung der Erdgas-Pipeline Nordstream 2 durch spärliche Gaslieferungen an Westeuropa und somit steigende Preise beschleunigen zu wollen. Auch in diesem Fall scheint eine Lösung auf politischem Weg zügig möglich.

...doch das Pendel kann auch schnell in die andere Richtung ausschlagen.

4. Unsere Einschätzung und Fazit

Die vorstehenden, umfangreichen Ausführungen verdeutlichen, dass die Frage, ob eine neue Stagflation kommen wird, von sehr vielen Faktoren abhängt, die wiederum unterschiedlich gedeutet werden können. Aus unserer Perspektive ergibt sich bei einer Einordnung der Argumente nach ihrer chronologischen Relevanz das folgende Bild:

Bei einer chronologischen Sortierung der Argumente scheint...

In den vor uns liegenden zwei Monaten bis Jahresende 2021 dürften die Inflationsraten in Europa und den USA hoch bleiben beziehungsweise sogar noch leicht ansteigen. Hierfür sprechen beispielsweise die hohen Produzentenpreise, die zumindest teilweise an die Verbraucher weitergegeben werden dürften. Zum Jahresanfang 2022 wird der Effekt der temporären Mehrwertsteuersenkung 2020 zu einem kleinen Dämpfer der deutschen Geldentwertung führen, die sich auch auf die Inflationsrate der Eurozone auswirken sollte. Dies betrifft jedoch eher die Stellen nach dem Komma in der Jahresrate.

...eine Stagflation im Winterhalbjahr möglich,...

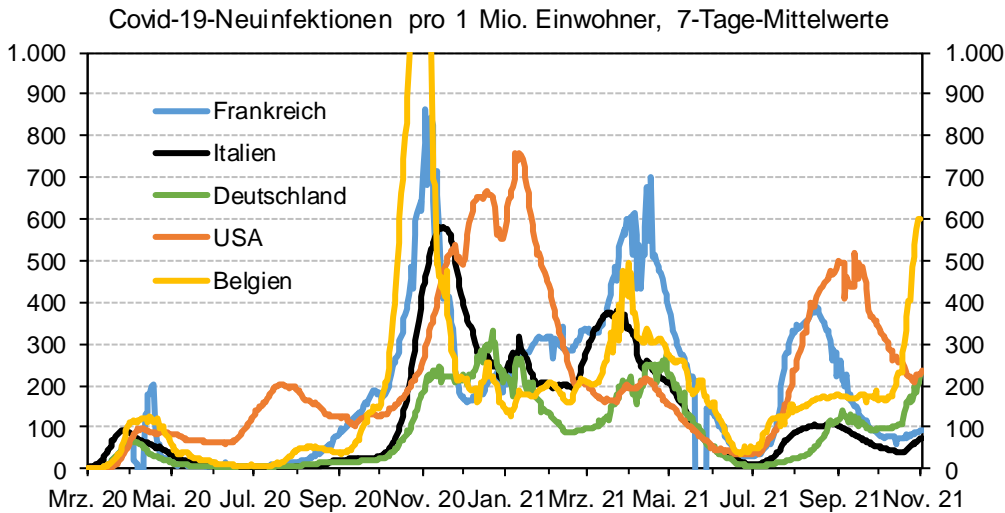
Gleichzeitig ist mit einem fortgesetzten konjunkturellem Dynamikverlust im Winterhalbjahr 2021/22 zu rechnen, so dass die Wachstumsraten im 4. Quartal 2021 und im 1. Quartal 2022 Richtung null tendieren könnten und sich die Volkswirtschaften dann per Definition in einer Stagflation befinden würden. Entscheidend hierbei ist die Entwicklung der Corona-Neuinfektionen, und, in Abhängigkeit hiervon, die politischen Entscheidungen hinsichtlich neuer Lockdown-Maßnahmen.

...was aber an der Entwicklung der Corona-Fallzahlen hängt,...

Aktuell erleben Deutschland und viele europäische Nachbarstaaten eine vierte große Corona-Welle (siehe Grafik nächste Seite), und mancherorts stehen neue Einschränkungen kurz bevor. Dies dürfte sich insbesondere auf den Dienstleistungssektor auswirken, während eine Zunahme der Corona-Fälle über den Aspekt der Produktionsausfälle und unterbrochenen Lieferketten auch im verarbeitenden Gewerbe Spuren hinterlassen dürfte. Betroffen sind neben Deutschland beispielsweise das Vereinigte Königreich, Belgien, die Niederlande, Österreich sowie der gesamte osteuropäische Raum von der Ostsee bis zum Schwarzen Meer. In Italien, Frankreich, Spanien und Portugal befinden sich die Neuinfektionen dank einer höheren Impfquote dagegen noch auf einem viel niedrigeren Niveau, so dass der Wachstumsimpuls noch etwas länger erhalten

...die zuletzt in vielen europäischen Staaten in die Höhe schossen.

bleiben dürfte. Ähnliches gilt für die USA. Nach einer Sommerwelle sanken dort noch bis zuletzt die Ansteckungen.



Quelle: Johns Hopkins University, eigene Berechnung und Darstellung

Im Frühjahr 2022 ist wieder mit einer Entspannung der Lage zu rechnen, die sich dann belebend auf die Volkswirtschaften auswirken sollte. Neben höheren Raten des Wirtschaftswachstums ist mit einem Rückgang der Inflationsraten zu rechnen. Diese werden zwar nicht überall auf das Vor-Corona-Niveau sinken, aber spürbar unterhalb der aktuellen Werte liegen. Hierfür sprechen die Aussicht auf eine Normalisierung der Warenströme sowie schlicht der statistische Umstand, dass die Jahrespreissteigerungsraten der Energiepreise nach zwölf Monaten selbst bei unveränderten Notierungen für Erdöl, Kohle und Gas wieder auf null zurückgehen. Allerdings könnten die Energiepreise sogar sinken, da die Heizperiode im Frühjahr typischerweise ausläuft und auch ein weniger stark ansteigender Ölverbrauch für das kommende Jahr erwartet wird. Mit unveränderten Fördererhöhungen durch die OPEC+ dürfte das Marktdefizit deshalb geringer werden oder sich vielleicht in einen Überschuss wandeln.

Ab dem Frühjahr dürfte sich die Lage entspannen,...

Die Auswirkungen einer zwischenzeitlichen, technischen Stagflation im Winterhalbjahr 2021/22 dürften an den Kapitalmärkten gering bleiben, vor allem dann, wenn sich nichts an der absehbar vorübergehenden zeitlichen Dauer ändert. An den Börsen wird dann durch solche Probleme typischerweise hindurchgeschaut, wie dies auch im Winterhalbjahr 2020/21 der Fall war, als neue Lockdown-Maßnahmen die konjunkturelle Erholung nach der Corona-Krise vorübergehend unterbrachen. Insofern rechnen wir im November und Dezember mit einer grundsätzlich positiven Fortsetzung des guten Aktienjahres 2021. Am Rentenmarkt sind sogar leicht sinkende Renditen und damit Kurssteigerungen möglich. Ein Auslöser könnte der Beschluss der US-Notenbank zur schrittweisen Rückführung der Anleihekäufe sein, der bereits vorweggenommen wurde und sich deshalb kurzfristig kaum noch auswirken sollte. Mit Blick auf 2022 könnte die Diskussion über steigende Leitzinsen in den USA den Renditen jedoch wieder etwas Auftrieb geben und für die Aktienmärkte Gegenwind bedeuten.

...weshalb die Kapitalmärkte vermutlich kaum reagieren werden.

Über diesen kurz- bis mittelfristigen Zeithorizont hinaus bestehen gewisse Stagflationsgefahren. Sicher erscheint, dass die Raten des Wirtschaftswachstums von ihrem Nach-Corona-Boom wieder auf niedrigere Werte wie in den 2010er

Jahren fallen werden oder darunter. Neben der Überalterung der westlichen Industriegesellschaften dürfte sich auch der hohe Verschuldungsgrad von Unternehmen und Regierungen negativ auswirken. Der Druck auf die Notenbanken, eine lockere Geldpolitik zu praktizieren, bleibt damit hoch. Und höhere Inflationsraten werden im Sinne von „Financial Repression“ von Politik und Notenbanken sogar als wünschenswert angesehen, da sie eine schleichende Umverteilung von Geldvermögensbesitzern zu Schuldnern ermöglichen. Eine bedeutende Quelle für Inflationsdruck dürfte vor allem die angesprochene demografische Entwicklung mit einem geringer werdenden Arbeitskräftepotenzial werden. Ob sich dieses in Form einer Lohn-Preis-Spirale entfalten wird, hängt jedoch von der Migration und anderen Maßnahmen wie einer zunehmenden Automatisierung ab.

Mittel- bis langfristig sind stagflatorische Tendenzen erwartbar,...

...wobei viele Fragen noch offen sind.