Unterschiede in den geldpolitischen Herausforderungen zwischen den USA und dem Euroraum [23]

- *Vergleiche der Geldpolitik in den USA und im Euroraum in manchen Medien ignorieren die unterschiedlichen wirtschaftlichen Situationen in beiden Währungsräumen.*
- *Die Inflation in den USA ist höher als im Euroraum, sie hat früher zu steigen begonnen und sie wird vom Preisauftrieb bei vielen Gütergruppen getragen, während im Euroraum vor allem die Energiepreise die Inflation treiben.*
- *Inflationsprognosen deuten auf einen stärkeren und länger anhaltenden Preisdruck in den USA hin. Die Inflationserwartungen der Konsumenten in den USA haben ebenfalls schon früher zugenommen.*
- *Schätzungen für den Output Gap implizieren, dass die USA bereits wieder ihr Potenzial ausschöpfen und 2022 kaum freie Kapazitäten haben, während der Euroraum noch länger brauchen wird, bis sich der Output Gap schließt.*
- *Der Arbeitsmarkt in den USA hat das Vorkrisenniveau längst erreicht und ist nach einer Studie so angespannt wie zuletzt 1951. Im Euroraum ist die Lage am Arbeitsmarkt noch nicht vergleichbar angespannt.*

In der medialen Kommentierung[24] der letzten geldpolitischen Entscheidung wurde öfter angemerkt, dass die Fed in den USA bereits ihren Leitzins angehoben hat, während die EZB mit einem solchen Schritt noch zögert. Dabei wird häufig übersehen, dass die USA und der Euroraum vor unterschiedlichen geldpolitischen Herausforderungen stehen, von rezenten negativen Schocks in unterschiedlichem Ausmaß getroffen wurden und auch unterschiedliche Konjunkturverläufe aufweisen. Die vorliegende Notiz fasst wesentliche Unterschiede zwischen den beiden Währungsräumen zusammen.

Die Wahrung der Preisstabilität ist - abgesehen von unterschiedlichen Gewichtungen in ihren Mandaten - sowohl für die EZB als auch für die Fed eine zentrale Zielsetzung. Der Anstieg der Inflation in beiden Währungsräumen hat Erwartungen auf eine geldpolitische Reaktion geschürt. Dabei ist zu anzumerken, dass der Anstieg der Inflationsdynamik in den USA schon früher eingesetzt hat und auch auf breiterer Basis erfolgt ist als im Euroraum, wo die Inflationszunahme sehr stark von den steigenden Energiepreisen getrieben war. Im März 2022 lag die VPI-Inflation in den USA[25] bei 8,5%, während sie im Euroraum 7,5% betrug. In den USA war der Beitrag der Energiekomponente zum Anstieg der Inflation deutlich geringer als im Euroraum, was darauf zurückzuführen ist, dass (i) dort die Energiepreise im Vorjahresvergleich nur um 32% gestiegen waren (im Euroraum hingegen um 44%) und (ii) das Gewicht von Energie im VPI-Warenkorb in

[23] Autoren: Wolfgang Pointner und Paul Ramskogler (Referat International Economics).

[24] Einige Beispiele aus österreichischen Medien: „*Während die US-Notenbank Fed (…) nachlegen will, bleiben die Währungshüter in Frankfurt bei der EZB-Ratssitzung am Donnerstag voraussichtlich in Wartestellung*." (Die Presse, 11.4.2022), „*Andere große Notenbanken wie die Fed in den USA haben angesichts des starken Preisauftriebs bereits die Zinswende eingeleitet*." (APA, 14.4.2022), „*Fed ist einen Schritt voraus*" (Wiener Zeitung, 15.4.2022)

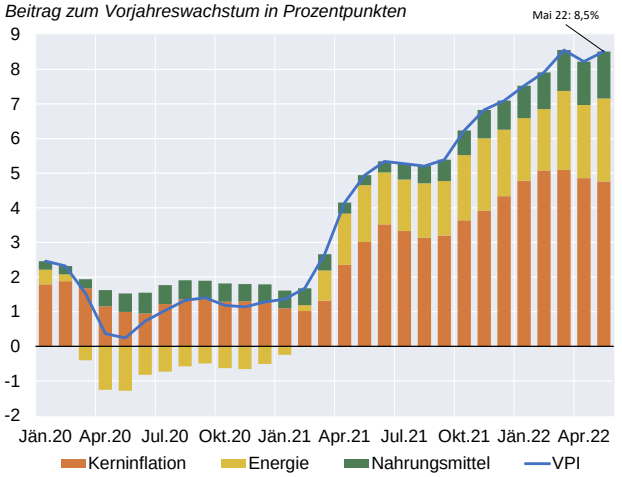
[25] Dieser Wert bezieht sich auf den vom Bureau of Labor Statistics veröffentlichten Consumer Price Index for All Urban Consumers (CPI-U).

den USA mit 7,5% geringer ist als im Euroraum (11%). Letzteres ist auf den ersten Blick überraschend, liegt doch der Pro-Kopf-Verbrauch von Energie in den USA deutlich über jenem im Euroraum, allerdings sind auch die Energiepreise in den USA auf einem deutlich niedrigeren Niveau. Während etwa der Pro-Kopf-Verbrauch von Elektrizität in den USA bei rund 12.000 kWh liegt, beträgt er in Österreich 7.500 kWh, in Frankreich 6.700 kWh, in Deutschland 6.300 kWh und in Italien 5.000 kWh. Allerdings kostete die kWh in den USA im Durchschnitt 11 USD-cents und im Euroraum 23 EUR-cents.

Wenn man die Inflationskomponenten in mehrere Konsumgütergruppen aufgliedert, ist zu erkennen, dass die arbeits- und lohnintensiven Dienstleistungen in den USA einen deutlich höheren Beitrag zur Inflation leisten als im Euroraum.

Preistreiber in den USA

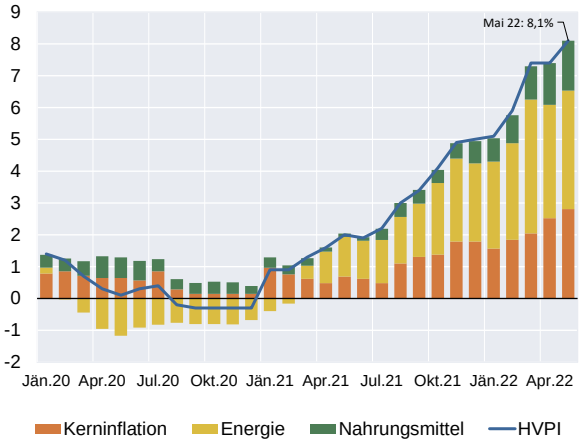
Beitrag zum Vorjahreswachstum in Prozentpunkten



Quelle: Macrobond.

Preistreiber im Euroraum

Beitrag zum Vorjahreswachstum in Prozentpunkten



Quelle: Eurostat.

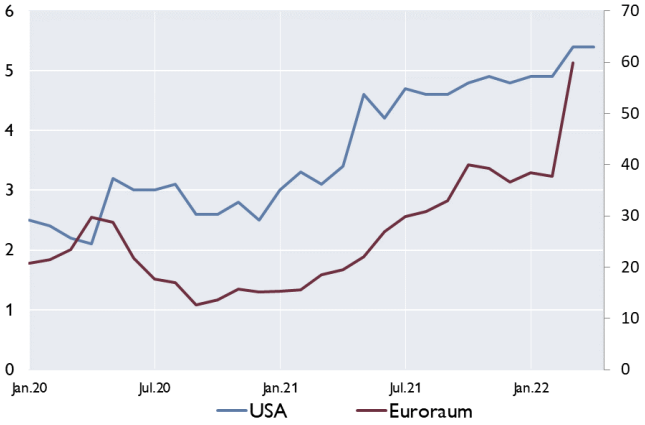
Dass die Inflationsrate in den USA trotz des geringeren Beitrags der Energiekomponente höher ist als im Euroraum, liegt an den stärkeren Preisanstiegen bei Waren und Dienstleistungen, also Gütergruppen, die zur Kerninflation zählen. Diese Gütergruppen machen in den USA 79% des gesamten Warenkorbs im VPI aus, im Euroraum 68%. Die Kerninflation betrug im März 2022 in den USA 6,5% gegenüber dem Vorjahr, im Euroraum hingegen nur 3%. Allerdings lag die US-Inflationsrate nicht nur im März 2022 über jener im Euroraum, sie hatte bereits ab dem ersten Quartal 2021 deutlich zugenommen. Im Euroraum setzte der Anstieg der Inflationsrate erst mit einer gewissen Verzögerung ein, hat aber zuletzt merklich an Dynamik gewonnen.

Vorausschauende Geldpolitik orientiert sich nicht an der aktuellen Inflation, sondern an der mittelfristig erwartbaren Preisentwicklung, die in Inflationsprognosen abgebildet wird. Der IMF erwartet in seinem am 19. April veröffentlichten WEO für die USA im Jahr 2022 eine Inflationsrate von 7,7% und für 2023 von 2,9%. Für den Euroraum sieht der IWF 2022 eine Inflationsrate von 5,3% und 2023 von 2,3%. Im laufenden Jahr soll laut IMF-Prognose der BIP-Deflator in den USA um 6,3% steigen, im Euroraum hingegen nur um 3,2%. Das bedeutet, dass in den USA die Preise der im Inland hergestellten Güter deutlich stärker anziehen und damit einen größeren Beitrag zur Inflation der Verbraucherpreise leisten als im Euroraum. Da geldpolitische Reaktionen stärkere Effekte auf inländische Preise haben, kann eine Zinsanhebung in den USA die Inflation rascher dämpfen. Daher empfiehlt der IMF auch, dass die Geldpolitik in den USA die Zinsanhebungszyklus fortsetzen soll, während in Europa genau darauf geachtet werden muss, welche negativen Auswirkungen der Krieg in der Ukraine auf das Wirtschaftswachstum hat und

Notenbanken in ihrer Kommunikation ihre Bereitschaft zu geldpolitischen Reaktionen signalisieren sollten.

Geldpolitische Reaktionen und auch die Kommunikation von Notenbanken können die Inflationserwartungen der Wirtschaftsakteure beeinflussen. Diese Erwartungen sind ausschlaggebend für künftige Preis- und Lohnsetzungsprozesse. Bei den aus Konsumentenbefragungen abgeleiteten Erwartungen der privaten Haushalte über die Inflationsentwicklung in den nächsten 12 Monaten[26] zeigt sich, dass die Inflationserwartungen in den USA bereits in der ersten Jahreshälfte 2021 zugenommen haben, während sie im Euroraum vor allem in den letzten Monaten sprunghaft gestiegen sind. Afunts et al. (2022) zeigen, dass die Inflationserwartungen von Konsumenten in Deutschland mit der russischen Invasion der Ukraine deutlich zugenommen haben, da ein starker Anstieg der Energiepreise befürchtet wurde. Auch längerfristige Indikatoren für die Erwartungen von Finanzmarktakteuren oder Umfragen unter professionellen Forecastern zeigen einen Anstieg der Inflationserwartungen für die kommenden Jahre in beiden Währungsräumen.

Inflationserwartungen aus Konsumentenbefragungen

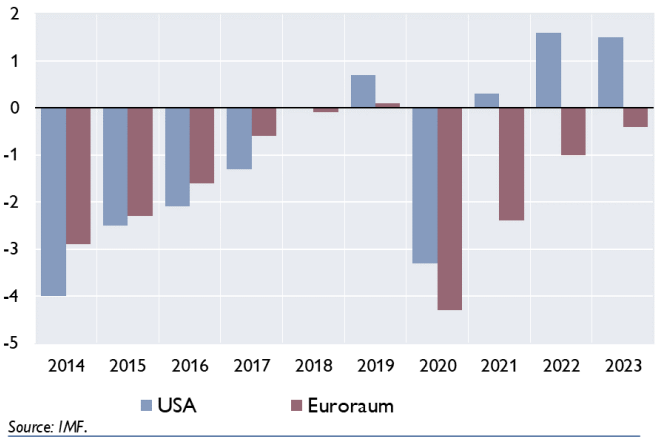


Quelle: University of Michigan, Europäische Kommission.

Neben der mittelfristigen Inflationsperspektive ist auch die aktuelle Position einer Volkswirtschaft im Konjunkturzyklus relevant für die Beurteilung der angemessenen geldpolitischen Reaktion. Ein Indikator für die Ausnutzung der vorhandenen wirtschaftlichen Kapazitäten ist der Output Gap, die Differenz zwischen dem realisierten und dem potenziellen BIP gemessen in Prozent des potenziellen BIP (siehe Grafik rechts). Im Vergleich der USA mit dem Euroraum zeigt sich, dass beide Volkswirtschaften vor der Pandemie ziemlich nahe ihrem Potenzial operierten, d.h. die Output Gaps hatten sich geschlossen (Euroraum) bzw. waren sogar leicht positiv (USA). Von COVID waren beide Währungsräume 2020 sehr negativ betroffen, die USA haben sich aber bereits 2021 wirtschaftlich davon weitgehend erholt. Herauszustreichen ist hierbei, dass, die fiskalpolitische Antwort in den USA deutlich stärker ausgefallen ist als im Euroraum: das strukturelle Defizit betrug 2021 in den USA 8% des BIP und war damit doppelt so hoch wie jenes im Euroraum. Auch für 2022 und 2023 prognostiziert der IMF strukturelle Defizite in den USA von 5,3% bzw. 4,6% des BIP, was deutlich über dem des Euroraums von 3,5% bzw. 2,3% liegt.

Output Gaps

in % des Potenzialoutputs



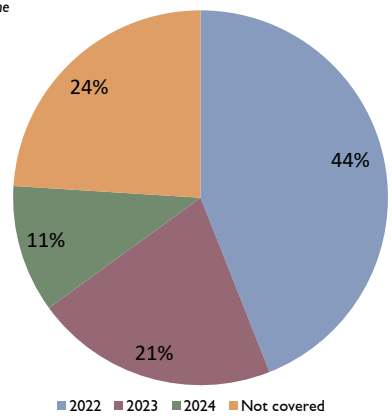
Source: IMF.

[26] Während die Europäische Kommission die Inflationserwartungen in den nächsten 12 Monaten abfragt, werden von der University of Michigan Erwartungen über die Inflation in einem Jahr abgefragt.

Ein weiterer Indikator für die Angemessenheit der Geldpolitik ist die Lage am Arbeitsmarkt. Von einem angespannten Arbeitsmarkt gehen inflationäre Impulse aus, die eine Gefahr für die Preisstabilität darstellen können. Die Arbeitslosenquote in den USA lag im März 2022 mit 3,6% deutlich unter jener im Euroraum von 6,8% im Februar. Michaillat und Saez (2022) finden in ihrer Analyse des US-Arbeitsmarkts, die auf dem Konzept der Beveridge-Kurve beruht, dass „*[a]t the beginning of 2022, the US labour market is excessively tight, and tighter than at any point since 1951*". Domash und Summers (2022) kommen auch zu dem Ergebnis, dass "*labour markets in the US are extremely tight and will likely contribute to inflationary pressures for some time to come*", obwohl angebotsseitige Faktoren wie die Beschäftigungsquote noch auf freie Ressourcen deuten. Ihre empirische Untersuchung zeigt, dass die sinkende Arbeitslosenquote ein besserer Vorlaufindikator für Lohndruck am Arbeitsmarkt ist. Im Euroraum kann nicht von einem einheitlichen Arbeitsmarkt gesprochen werden; einer relativ angespannten Situation in Deutschland und den Niederlanden, wo die Arbeitslosenquote zuletzt sogar unter jener in den USA lag, stehen Länder wie Spanien, Italien oder Griechenland gegenüber, wo die Arbeitslosenquote teilweise noch über 10% liegt. Allerdings zeigt die EZB (2022), dass die Arbeitslosigkeit in allen Mitgliedstaaten des Euroraums seit dem 2. Quartal 2021 sehr deutlich zurückgeht und die offenen Stellen im 4. Quartal einen neuen Höchststand verzeichneten. Hinsichtlich des Lohndrucks hat Europa hier aber den Vorteil, dass im Gegensatz zu den USA nicht jedes Jahr für die gesamte Lohnsumme Lohnverhandlungen stattfinden. Der Umstand, dass für mindestens ein Drittel der Lohnsumme in diesem Jahr keine Verhandlungen über Lohnanstiege stattfinden, erlaubt dem Eurosystem auch etwas langsamer zu reagieren als der FED. Dazu kommt, dass die Auswirkungen des Kriegs in der Ukraine das Wachstum und damit auch den Anstieg des Drucks am Arbeitsmarkt dämpfen werden. Wichtig wird hier vor allem sein, dass ein Absinken der Inflationsrate binnen Jahresfrist glaubwürdig bleibt.

Neuverhandlungen für bis zu zwei Drittel der Lohnsumme

in % der Lohnsumme



Quelle: Eurostat, ICTWSS/OECD und eigene Schätzungen.

Literaturhinweise

Afunts, G., M. Cato, S. Helmschrott und T. Schmidt (2022) Russia's invasion of Ukraine has led to higher inflation expectations of individuals in Germany. VoxEU.org, 20 April.

Domash, A. und L. Summers (2022) How tight are US labour markets? VoxEU.org, 13 April.

EZB (2022) Economic Bulletin. Issue 2

IMF (2022) World Economic Outlook.

Michaillat, P. und E. Saez (2022) Figuring out efficient unemployment. VoxEU.org, 19. April