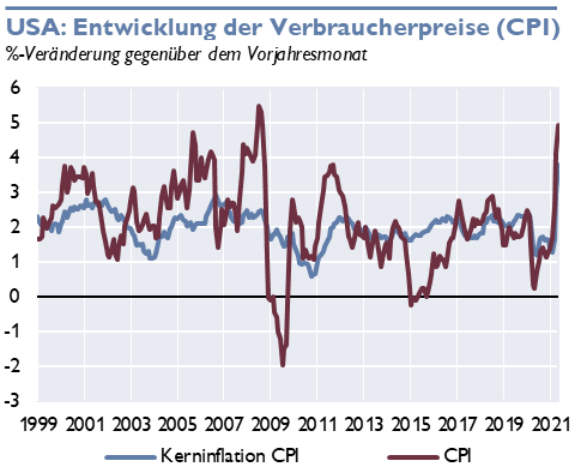
Arbeitskräftemangel und Inflationsspitze in den USA vor dem Hintergrund des FED-Strategy Reviews[30]

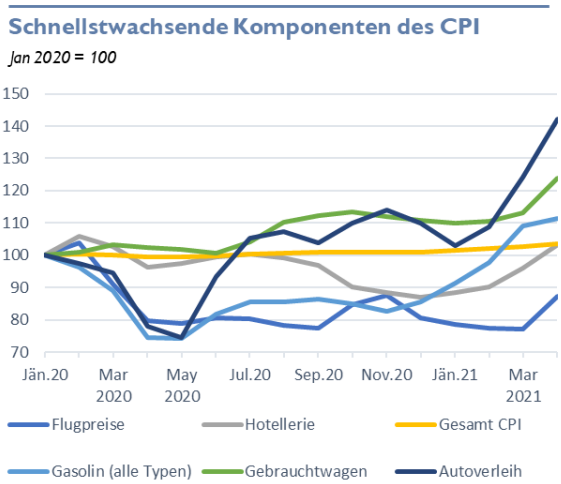
Ungeachtet des zweitstärksten BIP-Wachstums seit 2003 erlebte die Erholung des US-Arbeitsmarktes im April 2021 einen herben Rückschlag. Der Beschäftigungsaufbau (+266.000) lag weit unter den Erwartungen, der Wert für März wurde darüber hinaus kräftig nach unten revidiert. Bereits der Mai zeigte aber wieder einen höheren Wert (+559.000). Im April wurde zusätzlich ein plötzlicher Inflationssprung berichtet. Der Headline-Wert des CPI-Wachstums von 4,2% lag weit über den Markterwartungen und stieg auch im Mai mit 4,9% wieder stärker als erwartet worden war. Als sich nach einem Hackerangriff auf die größte Treibstoffpipeline der USA auch noch lange Schlangen vor Tankstellen im Südosten der USA bildeten – ein Bild, das im öffentlichen Bewusstsein vor allem mit den 1970er Jahren in Verbindung gebracht wird – wehte für kurze Zeit der Hauch von Inflationsangst durch die Finanzpresse. Dies war umso mehr der Fall als das Federal Reserve System seine Ziele im Sommer 2020 öffentlichkeitswirksam adaptiert hatte. Es folgt nun – neben dem Ziel der Preisstabilität – explizit auch einem asymmetrischen Beschäftigungsziel und will gegen „Unterschreitungen" der maximalen Beschäftigung intervenieren; nicht mehr nur gegen „Abweichungen". Tatsächlich sind viele der Entwicklungen primär durch statistische und strukturelle Sonderfaktoren aufgrund des einmaligen Schocks im Rahmen der COVID-Pandemie zu erklären. So kam es wohl zu einer deutlichen statistischen Verzerrung der Inflationsentwicklung. Der Beschäftigungsaufbau wurde dagegen durch die spezifische Rückentwicklung einiger in der Krise aufgeblähter Sektoren (z.B. Botendienste) stark gedämpft.

Der neue Fokus der FED auf Beschäftigungs-„Shortfalls"

Am 27 August 2020 veröffentlichte die FED die Grundlagen ihrer geänderten geldpolitischen Strategie („Statement on longer-run goals and monetary policy strategy"). Wesentliches Kernelement der Änderung war eine Änderung des Beschäftigungszieles. Während die FED bisher bereits Inflations- und Beschäftigungsziele weitgehend gleichberechtigt verfolgt hatte, änderte sie nun den Fokus im Arbeitsmarktbereich. Statt „Abweichungen" des maximalen Beschäftigungsniveaus zu minimieren geht es ihr – neben dem Ziel der Preisstabilität – nun primär darum „Unterschreitungen" der Idealbeschäftigung zu minimieren. Dies impliziert ein asymmetrisches Arbeitsmarktziel, in dessen Rahmen temporäre und sich nicht beschleunigende



Quelle: Macrobond, BLS. Grafik 1



Quelle: U.S. Bureau of Labor Statistics. Grafik 2

[30] Autoren: Michael Langer und Paul Ramskogler (Abteilung für die Analyse wirtschaftlicher Entwicklung in Ausland).

Abweichungen vom Inflationsziel akzeptabel sind, um die Beschäftigung auf ein gewünschtes Niveau zu heben. Das Zusammenspiel von Preis- und Beschäftigungsentwicklung wird vor diesem Hintergrund nun mit besonderer Genauigkeit verfolgt.

Konsumanomalien, Inflationsmessung und globale Wertschöpfungsketten

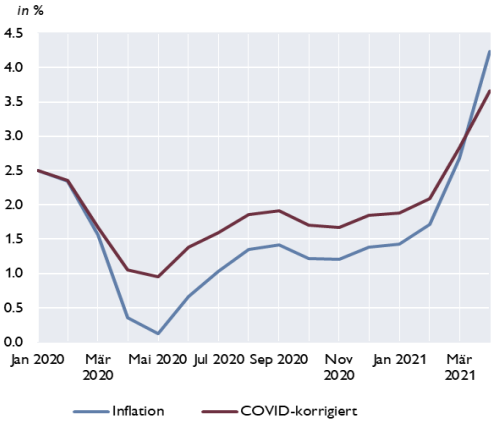
Mit der globalen Ausbreitung der Pandemie und kulminierenden Lockdown-Maßnahmen in den meisten industrialisierten Ländern kam es zu einem sprunghaften Wechsel der Konsummuster. Während die Nachfrage nach Lebensmitteln, digitalen Geräten und konsequenterweise Halbleitern in die Höhe schoss, brach der Konsum von Gastronomie, Hotellerie und personenbezogenen Transportleistungen ein. Unmittelbares Ergebnis war der Anstieg der Preise einiger Güter und Dienstleistungen, während auf der anderen Seite die Preise anderer Güterkategorien massiv einbrachen.[31] Am bemerkenswertesten ist hierbei die Entwicklung des Ölpreises. Für die in den USA zentrale Ölsorte, West Texas Intermediate (WTI), notierten am 20. April 2020 sowohl Sport als auch Futurespreise erstmals im negativen Bereich.

Dies führte zu einer Verzerrung von zwei wesentlichen Teilen des Konsumentenpreisindex (CPI). Erstens mündeten die ungewöhnlichen Konsummuster in einem sehr ungewöhnlichen Preissetzungsverhalten. Ein typisches Beispiel für diese Situation ist die Entwicklung von Flugticketpreisen, die im April 2021 um 9,7% anstiegen, damit aber noch immer um 10 Prozentpunkten unter ihrem Vorkrisenniveau lagen. Der Anstieg von Benzinpreisen oder den Preisen von Beherbergungen verlief ähnlich.

Der zweite Effekt kommt dadurch zustande, dass die Gewichtung der Subkomponenten der Inflationsentwicklung üblicherweise rückblickend stattfindet. Dies führte zu einer deutlichen Unterschätzung der Preisentwicklung im Jahr 2020. Albert Cavallo (2020) versuchte dies – basierend auf von Kredit- und Debitkartenzahlungen abgeleiteten adaptierten Konsumkörben – zu quantifizieren und fand dabei eine permanente Unterschätzung der Preisentwicklung seit März 2020; wobei vor allem im April und Mai die größten Unterschätzungen stattgefunden haben dürften. Dieses Muster dreht sich erst im März 2021 und dürfte nun zu einer statistischen Überschätzung der Preisentwicklung beigetragen haben.

Global gesehen ist ein nicht unwesentlicher Teil der Inflationsentwicklung aber auch auf die Entwicklung der Preise von Vorleistungsgütern zurückzuführen. Diese Entwicklungen stehen in engem Zusammenhang mit dem Umstand, dass internationale Lieferketten zurzeit nicht wie gewohnt funktionieren. So kam es im Zuge der Krise zu sehr atypischen internationalen Transportmustern mit dem Ergebnis, dass viel Transportkapazität an den „falschen" Orten zu liegen kam. Unmittelbares Ergebnis war im Rahmen des Wiederöffnens vieler Wirtschaftszweige ein massiver Anstieg der Preise für Containertransporte, wobei hier vor allem die Routen zwischen Asien und Nordamerika sowie Asien

Inflation mit konventionellem und "korrigiertem" Konsumkorb



Quelle: Harvard University. Grafik 3

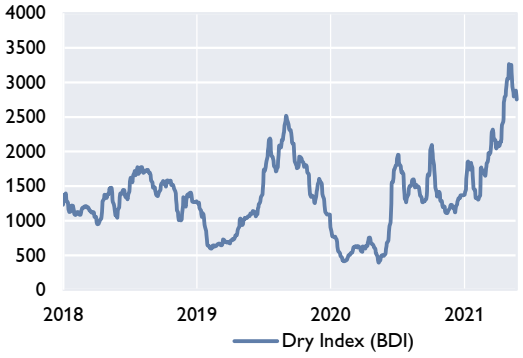
[31] Reinsdorff 2020

und Europa die weitaus stärksten Preissteigerungen aufwiesen. Die zwischenzeitliche Blockade des Suezkanals erwies sich in dieser Hinsicht als zusätzlicher belastender Faktor.

Allerdings gibt es auch einen darüber hinausreichenden Mangel, der sich insbesondere auf den Bereich von Halbleitern bezieht. Von der Konsumseite her betrachtet resultiert dieser vor allem aus dem Umstand, dass viele der pandemiebezogenen Maßnahmen zu einem Boom der Nachfrage nach Haushaltselektronik führten. Gleichzeitig stornierten Automobilproduzenten in Erwartung massiver Nachfrageeinbrüche große Teile ihrer Bestellungen. Nachdem nun die Nachfrage nach Automobilen wieder stark im Ansteigen begriffen ist, während die Nachfrage nach Haushaltselektronik vorerst noch unvermindert hoch bleibt, trägt dies gegenwärtig zu einer globalen Knappheit an Halbleitern bei, die weit über die aktuelle Transportproblematik hinausreicht. Konzentriert ist die Problematik vor allem auf den Automobilsektor, sie reicht aber darüber hinaus.

Baltic Dry Index

World, Baltic Exchange, Shipping, USD



Quelle: World Baltic Exchange. *Grafik 4*

Es fällt schwer die Implikationen dieser Problematik seriös einzuschätzen. Laut einschlägigen Berichten könnte die diesbezügliche Knappheit bis zu über einem Jahr, in Teilsegmenten bis zu zwei Jahre, andauern[32] wiewohl die hierbei zitierten Branchenvertreter tendenziell ein ökonomisches Interesse daran haben die Situation dramatischer darzustellen als sie tatsächlich ist. Eingebettet werden kann die Entwicklung am ehesten in die Erfahrung des Tohoku-Erdbebens von 2011, wo es für stark von einschlägigen Lieferausfällen betroffene Firmen ca. 6 Monate dauerte, bis sie zur Normalproduktion zurückkehrten[33]. Allerdings ist dieser Vergleich aufgrund der begrenzten regionalen Auswirkungen des Erdbebens nur eingeschränkt möglich. Weiters erschwert wird die Einschätzung dadurch, dass der weitere Verlauf der Konsummuster insbesondere auch für Haushaltselektronik schwer prognostizierbar ist. Dies gilt vor allem dann, wenn es möglicherweise zu ersten Preissteigerungen für Endverbraucher kommen sollte.

'Arbeitskräftemangel' und Lohnentwicklung

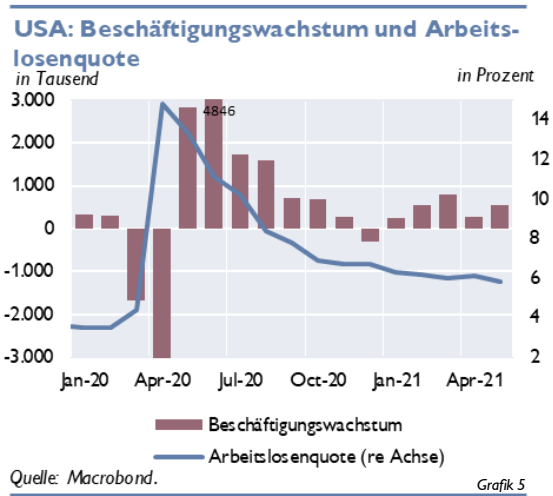
Vor dem Hintergrund des steigenden Preisdrucks stellt sich die Frage, ob die Situation am Arbeitsmarkt bereits den Rahmen für das Anspringen einer inflationären Lohn-Preis-Spirale bietet. Daher sorgte die hohe Inflationsrate vor allem in Kombination mit dem schwachem Beschäftigungswachstum im April für starke Verunsicherung. Die Rede von einem „Arbeitskräftemangel" machte die Runde[34], wobei die Diskussion vor allem vor dem Hintergrund der aufflammenden Debatten über die Verlängerung der pandemiebezogenen Erhöhung des

[32] Siehe FT 07.06.2021

[33] Nach dem Tohoku-Erdbeben war es in Japan zum Ausfall eines, für die japanische Automobilproduktion zentralen, Halbleiterproduzenten gekommen. Der von diesen Ausfällen am meisten betroffene Produzent – Toyota – benötigte in Summe etwa ein halbes Jahr, um seine volle Produktionskapazität wieder auszuschöpfen, wobei in diesem Fall naturgemäß auch die Ausfälle anderer zentraler Teile der Wertschöpfungskette eine Rolle spielten (Matsuo 2015). Die weltweiten Ausfälle waren damals, nach ursprünglich sehr besorgten Medienberichten, außerordentlich klein ausgefallen, insbesondere wenn man sie ins Verhältnis zur normalen Fluktuation der Produktion setzt (Carvahlo et al. 2020). Fakt ist, dass die einschlägige Erfahrung Toyota dazu nutzte seine Produktion auch in Hinsicht der momentanen Lieferkrise resilienter aufzustellen (Reuters March 9 2021).

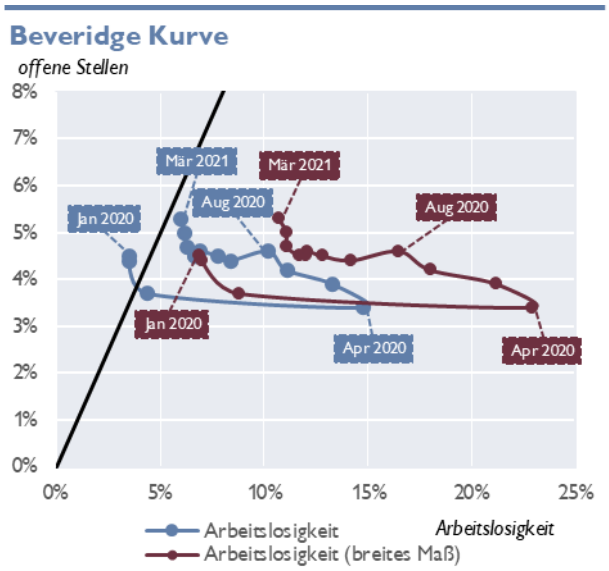
[34] FT 26.05.2021

Arbeitslosengeldes stattfand. Dies wurde insbesondere durch den Umstand befördert, dass im April noch immer ca. 18 Millionen Menschen in den USA eine Form der Arbeitslosenunterstützung bezogen, während gleichzeitig die Berichte über Arbeitskräfteknappheit im Gastronomie- und Hotelleriebereich massiv wuchsen.[35]

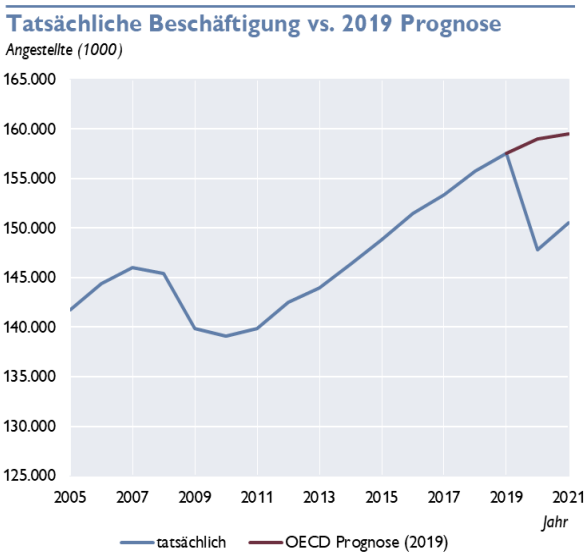


Quelle: Macrobond. Grafik 5

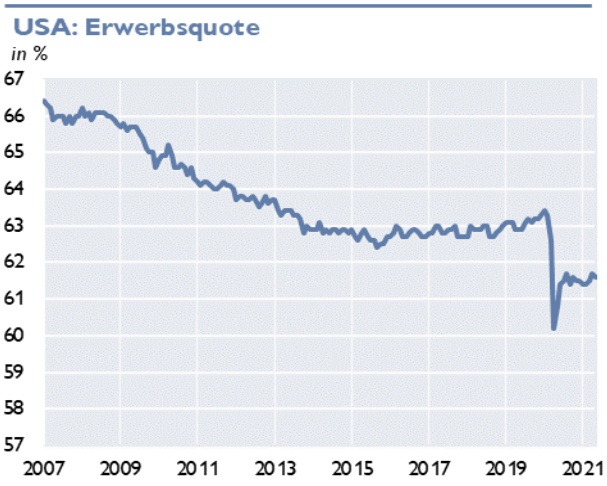
Über die anekdotische Evidenz hinausgehend, zeigte die Beveridgekurve in den USA bereits im April eine deutliche Annäherung an die 45°-Gerade, die eine hypothetische Gleichheit von offenen Stellen und Arbeitslosen darstellt (siehe Grafik 6). Ein genauerer Blick auf die Arbeitsmarktdaten (Arbeitslose inklusive Marginally Attached und unterbeschäftigte Personen; dargestellt durch die braune Linie) zeigt aber klar, dass



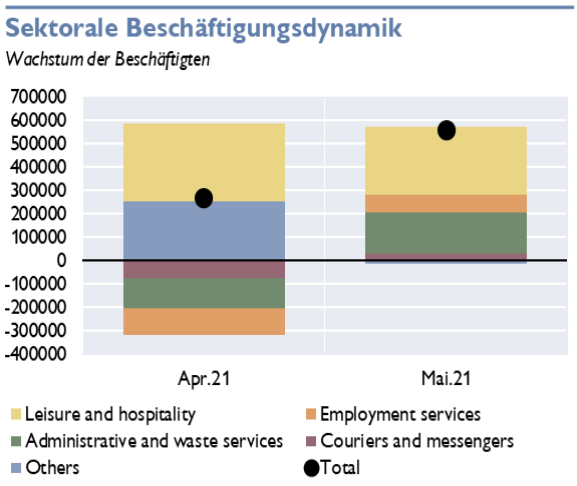
Quelle: BLS, FRED. Grafik 6



Quelle: BLS, OECD. Grafik 7



Quelle: Macrobond. Grafik 8

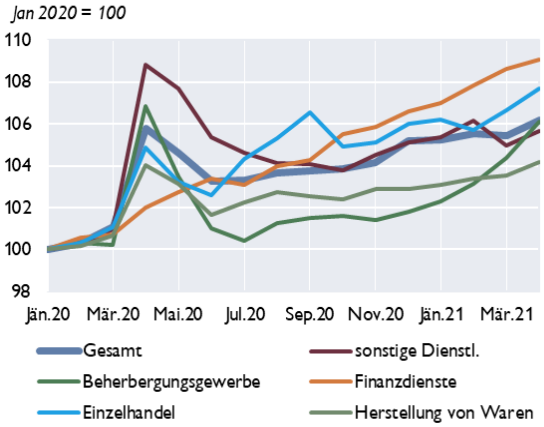


Quelle: BLS. Grafik 9

[35] FT 11.05.2021

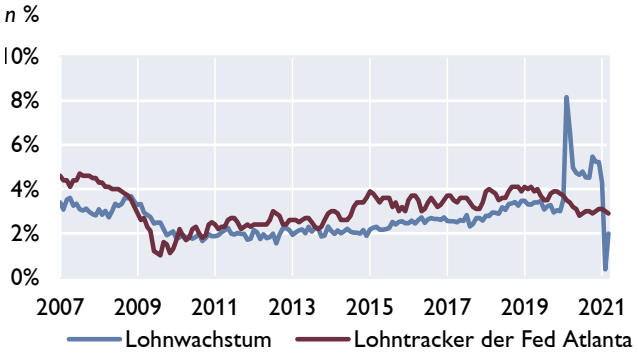
noch unausgeschöpfte Ressourcen im US-Arbeitsmarkt vorhanden sind. Dieser Eindruck wird dadurch verstärkt, dass sich die Erwerbsquote in den USA auf einem historischen Tiefststand befindet (siehe Grafik 8). Dabei ist zwar korrekt, dass sie sich schon seit der Weltfinanzkrise 2008 auf einem Abwärtstrend befand, dennoch waren große Teile dieser Entwicklung durch demographische Sonderfaktoren, wie dem Erreichen des Pensionsantrittsalters der sogenannten Baby-Boomer-Generation, getrieben.[36] Der Umstand, dass die Anzahl der Beschäftigten noch immer um ca. 8 Millionen unterhalb des Wertes liegt, der vor der Krise prognostiziert wurde (siehe Grafik 7), deutet also durchaus auf eine zurzeit unausgeschöpfte Arbeitskräftereserve der US-Volkswirtschaft hin.

Entwicklung der durchschnittlichen Stundenlöhne ausgewählter Sektoren



Quelle: U.S. Labor Department. *Grafik 10*

Bereinigtes und unbereinigtes Lohnwachstum



Quelle: U.S. Bureau of Labor Statistics und Federal Reserve Bank of Atlanta. *Grafik 11*

Am zentralsten aber ist der Umstand, dass gerade der Bereich den weitaus stärksten Beschäftigungsaufbau zu verzeichnen hatte aus dem die lautesten Klagen über einen Mangel an Beschäftigten kommen. Faktisch war das Wachstum an Beschäftigten im Bereich Beherbergung mit einem Plus von 332.000 Personen im April weitaus größer als der absolute Beschäftigungsaufbau der Gesamtwirtschaft (+266.000 Personen). Einzig der Umstand, dass es aus den Bereichen von Botendiensten sowie von temporär Beschäftigten, die in der Krise expandiert hatten, zu einem starken Rückgang an Beschäftigten gekommen war, dämpfte die gesamte Entwicklung. Auch im Mai wuchs die Beschäftigung in diesem Bereich weiterhin stark an (+292.000 Personen). Zusätzlich trug im Mai auch der Umstand, dass nun keine stark dämpfenden Faktoren aus anderen Sektoren mehr vorlagen, zu einem Anstieg des Beschäftigungswachstums um 559.000 bei. Dies lag zwar unter den noch vor April geäußerten Erwartungen, doch mittlerweile wurde auch in der Finanzpresse erkannt, dass Arbeitsmarktentwicklungen aufgrund von zeitaufwändigen Matchingprozessen im Rahmen der Wiedereinstellung mit asymmetrischer Geschwindigkeit verlaufen.[37] Der Umstand, dass der Beschäftigungsaufbau nur langsam an Fahrt gewinnt, darf also keineswegs überbewertet werden.

Aus geldpolitischer Sicht am relevantesten ist aber die Frage wie sich die ungewöhnliche Arbeitsmarktsituation auf das Lohnwachstum auswirkt. Problematisch bei der Bewertung dieser Frage ist, dass der spezifische Charakter der Krise auch im Bereich der Lohnentwicklung zu massiven Verzerrungen geführt hat. So war der April 2020 mit einem Minus von 21 Millionen Beschäftigten der seit Beginn der Aufzeichnungen mit Abstand schlechteste Monat der US-

Grafik 5

[36] Hipple 2016

[37] Economist 12.06.2021

Volkswirtschaft. Ausgerechnet in diesem Monat betrug aber das Wachstum der durchschnittlichen Stundenlöhne 8,2%. Der Grund für diesen Umstand ist, dass es primär Schlechtverdiener waren, die ihre Beschäftigung verloren und dies erhöhte – rein statistisch – den durchschnittlichen Stundenlohn. Aus genau dem gleichen Grund befand sich in jedem weiteren Monat seit Ausbruch der Pandemie das durchschnittliche Stundenlohnwachstum deutlich über dem Vorkrisendurchschnitt und aus demselben Grund fiel es nun deutlich. Der Blick auf den Lohnwachstumstracker der FED Atlanta – der für derartige Faktoren weitgehend bereinigt ist – zeigt aber, dass das Lohnwachstum seit Beginn der Pandemie bis inklusive Mai 2021 durchgehend unter -dem Vorkrisenniveau war. Noch immer befindet sich das Lohnwachstum außerdem spürbar unter dem Niveau, das es vor der Großen Finanzkrise hatte.

Bei sektoraler Betrachtung fällt auf, dass die Lohnentwicklung im Bereich der Herstellung von Waren zurückfällt, während gerade aus dem Bereich der Freizeit- und Beherbergungsindustrie zuletzt ein überdurchschnittlicher Anstieg der Stundenlöhne zu beobachten war. Letzteres muss aber vorsichtig bewertet werden. Dies ist vor allem dann der Fall, wenn man berücksichtigt, dass dieser Anstieg das Lohnniveau in diesem Sektor gerade einmal auf den Wachstumspfad der allgemeinen Löhne zurückgebracht hat. Darüber hinaus handelt es sich um einen sehr trinkgeldintensiven Bereich, womit das unbeobachtete monetäre Lohnelement wesentlich höher ist als in allen anderen Sektoren. Es ist nicht unwahrscheinlich, dass aufgrund des nur langsamen Anspringens des Gastronomiesektors und des damit verbundenen Trinkgeldentfalls die Reallöhne dieses Sektors, ungeachtet des beobachteten Anstiegs der Grundlöhne, tatsächlich noch immer unter der Vorkrisenperiode liegen könnten. Das Weiße Haus geht für dieses Jahr sogar davon aus, dass das Wachstum der aggregierten Reallöhne in einzelnen Monaten– im Zusammenspiel mit den oben erwähnten statistischen Steigerungen der Inflationsrate – in Summe sogar negativ ausfallen könnte[38].

Conclusio

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass auf Basis der aktuellen Analyse des US-Arbeitsmarktes vorerst nicht mit einem starken Anspringen der Preis-Lohn-Spirale zu rechnen ist. Dafür scheinen die vorhandenen Ressourcen an potenziellen Arbeitskräften noch deutlich zu groß zu sein. Im Gegenteil, nicht zuletzt aufgrund statistischer Sonderfaktoren, wird das Lohnwachstum in diesem Jahr voraussichtlich vergleichsweise schwach ausfallen. Die zurzeit erhöhten Inflationszahlen sind zu einem guten Teil auf eine Verzerrung der Inflationsmessung zurückzuführen. Darüber hinaus resultiert ein gewisser Teil des momentanen Preisdrucks auch aus dem Umstand, dass einige Güterpreise, die in der Pandemie aufgrund von eingeschränkten Konsummöglichkeiten stark gefallen waren, nun wieder auf ihr Vorkrisenniveau zurücksteigen. Ein Bereich der aber über den aktuellen Rand hinaus preistreibend wirken könnte, resultiert aus der Knappheit an Halbleitern, wobei nicht vernachlässigt werden sollte, dass bereits angekündigte Kapazitätsausweitungen in diesem Sektor in der mittleren Frist einen gegenteiligen Effekt haben könnten.

[38] Rouse und Gimbel 2021