Inflationsentwicklung in den USA und im Euroraum im Vergleich[10]

Im ersten Halbjahr 2021 ist die Inflation in den USA deutlich von 1,3% im Dezember 2020 auf 5,3% im Juli gestiegen; im Euroraum fiel der Anstieg nicht so stark aus: Die Inflationsrate erhöhte sich im selben Zeitraum von −0,3% auf 2,2% und betrug im August 3,0%. Wirtschaftliche Erholung, steigende Rohstoffpreise, Engpässe in den globalen Lieferketten und teilweise großzügige fiskal- und geldpolitische Impulse haben eine öffentliche Diskussion darüber entfacht, ob die Phase niedriger Inflation des letzten Jahrzehnts möglicherweise nun zu Ende gehe.

Ein genauer Blick auf die Daten jedoch zeigt, dass der Inflationsanstieg Großteils auf Basiseffekte, volatile Energiepreise sowie Pandemie-bedingte Preisanstiege einer kleinen Zahl von Gütern zurückgeführt werden kann. Diesen Faktoren ist gemeinsam, dass sie nur vorübergehend wirken und keinen nachhaltigen Anstieg der Inflation verursachen.

Ein nachhaltiger Anstieg der Inflation würde einen deutlichen Anstieg der Arbeitskosten sowie einen Anstieg der Inflationserwartungen voraussetzen. Allerdings weisen die Arbeitsmarktlage und die Entwicklung der Stundenlöhne sowohl für die USA als auch für den Euroraum auf einen moderaten Lohndruck hin. Auch die mittelfristigen Inflationserwartungen der professionellen Prognostiker und der Finanzmärkte zeigen keinerlei Anzeichen einer Entankerung der Inflationserwartungen.

Die Entwicklungen in den USA und im Euroraum sind konsistent mit einer Rückkehr der Inflationsrate zum Zielwert der beiden Notenbanken in der mittleren Frist. Gänzlich ausgeschlossen werden kann ein nachhaltiger Inflationsanstieg trotzdem nicht. Risiken bestehen kurzfristig im Zusammenhang mit einer Intensivierung der Angebots- und Lieferengpässe und mittel- bis langfristig im Zusammenhang mit dem pandemiebedingten Strukturwandel, der Dekarbonisierung der Wirtschaft und den Auswirkungen der Klimawandels, die möglicherweise preistreibend wirken.

Der Inflationsentwicklung liegen unterschiedliche Faktoren zu Grunde, deren Zusammenspiel die kurzfristige und langfristige Inflationsentwicklung beeinflussen. Eine sinnvolle Gegenüberstellung der Inflationsentwicklung der zwei Wirtschafträume USA und Euroraum erfordert eine Unterscheidung in binnenwirtschaftliche und außenwirtschaftliche Faktoren – weisen die USA und der Euroraum doch deutliche Unterschiede in der Wirtschaftsstruktur und in der Art und Weise der globalen Verflechtung, in der Wettbewerbssituation am Konsumgütermarkt und in der Arbeitsmarktregulierung (insbesondere Lohnverhandlungssysteme) auf.[11]

Im ersten Teil werden wir auf jene globalen Faktoren eingehen, welche die aktuelle Inflationsentwicklung in beiden Wirtschaftsräumen in ähnlicher Weise beeinflussen. Im zweiten Teil werden die beiden Wirtschaftsräume getrennt betrachtet, wobei der Fokus auf die binnenwirtschaftlichen Faktoren gerichtet sein wird.

Lockdowns führten zu Rohstoffhausse und temporären Unterbrechungen der internationalen Lieferketten für bestimmte Güter

Nach dem massiven Einbruch im April 2020, ausgelöst durch den ersten Lockdown, sind die Rohstoffpreise stetig und teilweise deutlich über das Vorkrisenniveau gestiegen. Zwischen

[10] Paul Ramskogler und Thomas Scheiber (Abteilung für die Analyse wirtschaftlicher Entwicklung im Ausland).

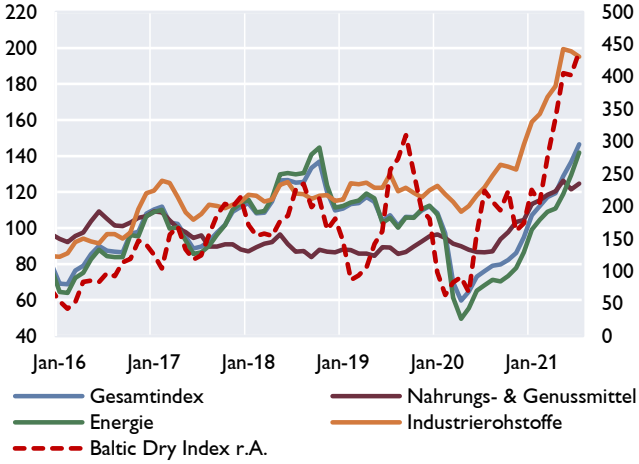
[11] Neben strukturellen Unterschieden, die die Inflationsentwicklung prägen, sei auch auf Unterschiede in der Inflationsmessung hingewiesen, welche die Vergleichbarkeit des US CPI und des Euroraum HVPI einschränken.

Dezember 2019 und Juli 2021 betrug deren Anstieg laut HWWI durchschnittlich 32%, wobei die volatilen Energieträger sich um 28% und die Nahrungsmittel um 31% verteuerten. Die Preise für Industrierohstoffe kletterten um 70% auf ein 10-Jahres-Hoch.

Für den Preisanstieg der Industrierohstoffe war eine einmalige Kombination von angebots- und nachfrageseitigen Faktoren verantwortlich. So kam es weltweit zu pandemiebedingten Produktionsunterbrechungen in einigen Minen, sowie zur Schließung von Aluminium- und Zinnhütten in China auf Grund dürrebedingter Ausfälle von Wasserkraftwerken. Ein pandemiebedingter Boom von Unterhaltungselektronik, Neubauten und Renovierungen (insbesondere in den USA) sowie die beschleunigte Digitalisierung waren nachfragseitige Impulse. Besonders ausgeprägt war die Preisentwicklung an den Märkten für Rohöl, Erdgas und Kohle, welche zusätzlich durch geopolitische Konflikte und durch die Politik der Organisation Erdölexportierender Staaten (OPEC) beeinflusst wurde.

Weltmarktpreise für Rohstoffe

HWWI-Index 2015=100, EUR-Basis *Baltic Dry Index 2015=100*



Quelle: HWWI.

Zwischen Mai und Juli (letzter Wert der Graphik) sind die Preise einiger Rohstoffe wieder gefallen (z.B. Holz, Getreide und im August auch Rohöl). Dies deutet darauf hin, dass sich die Versorgungsengpässe allmählich auflösen. Der durch die Digitalisierung und die angestrebte Dekarbonisierung der Wirtschaft eingeleitete Strukturwandel hat zwar durch die Corona-Pandemie eine Beschleunigung erfahren, treibt aber derzeit hauptsächlich die Nachfrage nach einem kleinen Teil der Industriemetalle wie z.B. Kupfer, Kobalt, Nickel und seltene Erden (z.B. für Akkus von Elektroautos), wodurch die Preise in diesen Bereichen steigen.

Die Serie an Lockdowns hat aber auch zu Verwerfungen in den globalen Lieferketten geführt. Covid-19 bedingte Schließungen der größten Containerhäfen der Welt – beispielsweise Shenzhen im Mai 2021 und Shanghai im August 2021 – verursachen derzeit signifikante Verspätungen und lassen die Frachtkosten (z.B. Baltic Dry Index) auf Rekordniveau ansteigen. Der Anstieg der Frachtkosten verschärft die bestehenden Probleme wie die weltweite Knappheit von Halbleitern und steigende Rohstoffpreise. Die fehlenden Frachtkapazitäten auf den Schifffahrtsrouten von China/Ostasien nach Europa und Nordamerika führen dazu, dass hochwertige Güter priorisiert werden und der Transport von Massengütern (Rohstoffe, Halbfertigprodukte) und billigen Konsumgütern (Spielzeug, Textilien) verschoben wird. Die Lieferengpässe schlagen sich bereits in den makroökonomischen Daten nieder. So verlangsamte sich die Industrieproduktion im Euroraum im Sommer 2021 merklich, während das Wachstum der chinesischen Exporte von 32% gegenüber dem Vorjahresmonat im Juni auf 9% im Juli zurück ging.

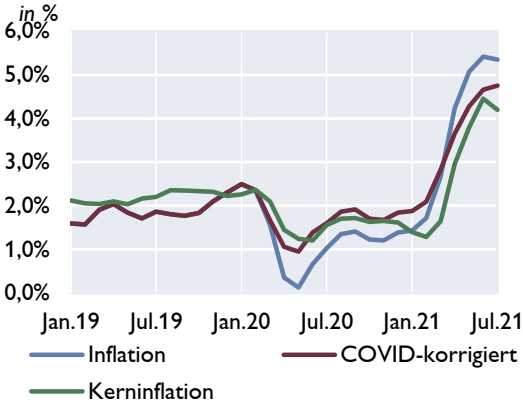
Kurz- und mittelfristiger Inflationsdruck in den USA

Die beginnende wirtschaftliche Erholung in den USA brachte einen Anstieg der Inflationsrate, wie er seit den 1980iger Jahren nicht mehr registriert wurde. So stieg die CPE-Inflationsrate in den USA im April sprunghaft an und betrug seit Mai durchgängig über 5%. Wenig überraschend also, dass die Inflationsentwicklung zu einem zentralen Thema der Finanzberichterstattung wurde. Der Umstand, dass die jüngsten pandemiebedingten Preissteigerungsraten auch mit einer

der sehr seltenen geldpolitischen Neuausrichtungen der FED zusammenfielen, erhöhte dabei die öffentliche Aufmerksamkeit.

Tatsächlich hat die Pandemie zu einer wirtschaftlichen Ausnahmesituation geführt, die in der jüngeren wirtschaftshistorischen Vergangenheit vergeblich nach Vergleichen sucht. Bedingt durch Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie (Lockdowns, Home Office) war es zu einem massiven Zusammenbruch der Nachfrage nach einzelnen Produkten, wie Fahrzeugen, Reisen, Gastronomiedienstleistungen etc., gekommen. Gleichzeig stieg die Nachfrage nach anderen Gütern wie elektronischen Geräten, Heimtrainern u.ä. stark an. Der Warenkorb auf dessen Basis die Inflation berechnet wird, verlor dadurch an Repräsentativität. Durch diese sinkende Repräsentativität kam es 2020 zu einer starken Unterschätzung der Inflationsrate, da Produkte mit sinkenden Preisen über- und Produkte mit steigenden Preisen unterrepräsentiert waren. Im laufenden Jahr, 2021, tritt jetzt der gegenteilige Effekt ein. Ein Vergleich der beobachteten mit einer „korrigierten" Inflationsrate[12] deutet auf eine Überschätzung der Inflationsentwicklung allein durch diesen Faktor seit Mai um durchschnittlich 0,7 Pp. hin.

Inflation vs. Covid-korrigierte

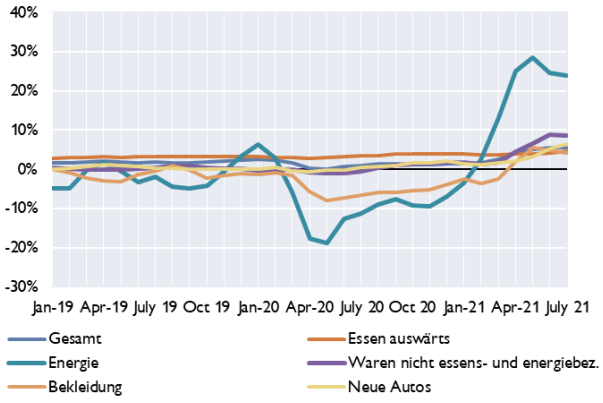


Quelle: Bureau of Labor Statistics und Alberto Cavallo.

Darüber hinaus hatten die erwähnten Entwicklungen dramatische Basiseffekte zur Folge. Nachdem im Jahr 2020 manche Preiskategorien (wie beispielsweise Rohöl) nie gesehene Tiefststände erreicht hatten, stiegen Preise derselben Güter im Jahr 2021 in einem unerwartet schnellen Tempo an. Der Umstand, dass die Messung der Inflationsentwicklung im Vergleich zum Vorjahr erfolgt, führt dadurch nun zu Verzerrungen, die die Inflationsentwicklung größer erscheinen lassen als sie ist.

Schnell wachsende Komponenten der US-Inflation

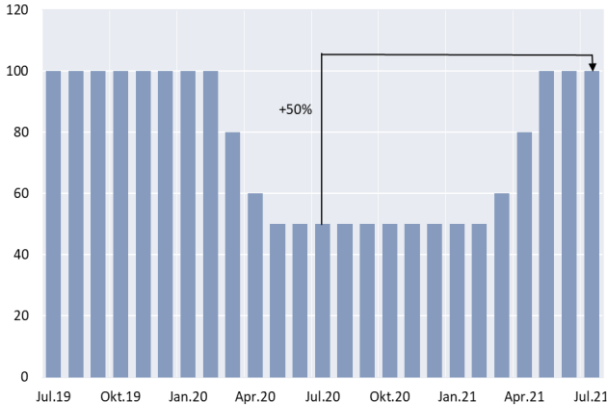
Wachstum in % ggü. VJP



Quelle: US Bureau of Labor Statistics.

Illustrative Wirkung eines Basiseffekts

in Indexpunkten



Die Frage, ob sich dies auch in einem bleibenden Preisdruck niederschlagen wird, hängt aber zentral von den Entwicklungen am Arbeitsmarkt ab. Hier ist es noch zu früh, um ein Urteil zu

[12] Alberto Carvallo (2020) von der Harvard Business School versucht anhand von Zahlungsverkehrsdaten korrigierte Warenkörbe zu berechnen.

fällen, wobei zum jetzigen Zeitpunkt in den USA noch unausgeschöpfte Arbeitskräfteressourcen vorhanden sind.

Temporäre Faktoren erklären Großteil des Inflationsanstiegs im Euroraum

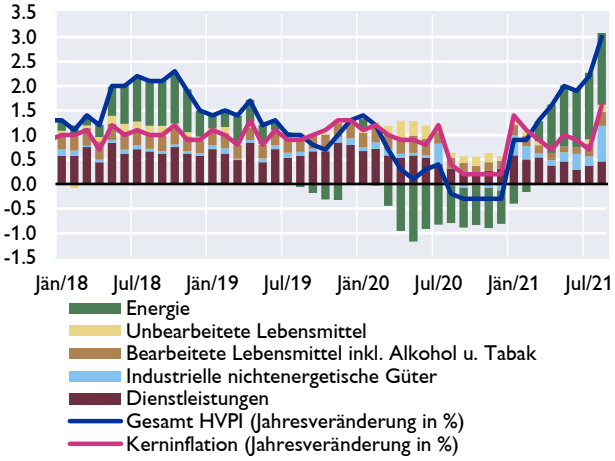
Seit dem Jahresanfang steigt die jährliche HVPI-Inflationsrate für den Euroraum kontinuierlich an und betrug im August 3,0%. Im Dezember 2020 hatte die Inflationsrate noch –0,3% betragen. Die Kerninflationsrate (ohne die volatilen Komponenten Energie, Lebensmittel, Alkohol und Tabak) verharrte nach einem vorübergehenden Anstieg im Jänner und Februar 2021 unter 1% und stieg im August auf 1,6%.

Dem Anstieg der Gesamtinflationsrate liegen unter anderem vier temporäre Faktoren zu Grunde: (1) ein positiver Basiseffekt der Energiekomponente, (2) die Rücknahme der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland zum Jahreswechsel, (3) eine starke Anpassung der HVPI-Gewichte, da sich im Lockdown das Konsumverhalten deutlich verändert hatte, und (4) Kalendereffekte, da es neben der üblichen Verschiebung der Feiertage zu lockdown-bedingten Verschiebungen der Schlussverkäufe kam.[13] So waren etwa zwei Drittel des Inflationsanstiegs der nicht-energetischen Industriegüter im Mai und Juni auf höhere Preise von Bekleidung und Schuhen zurückzuführen.

Abgesehen von den Kalendereffekten hat sich der Preisdruck bei den nicht-energetischen Industriegütern in den letzten Monaten vor allem auf den vorgelagerten Stufen der Produktionskette weiter erhöht. Wie im ersten Teil dargestellt wurde dieser Kostendruck auf die Vorleistungsgüter durch die sprunghaft steigenden Rohstoffpreise und Frachtkosten sowie ein unzureichendes Angebot an bestimmten Rohstoffen und Zwischenprodukten verursacht. Die Änderungsrate der Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter stieg im ersten Halbjahr rasant und betrug im Juni 10,9% (vgl. –1,1% im Dezember 2020). Auch die Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter erhöhten sich mit 9,8 % im Mai beträchtlich.

Euroraum: HVPI-Inflationsrate und Komponenten

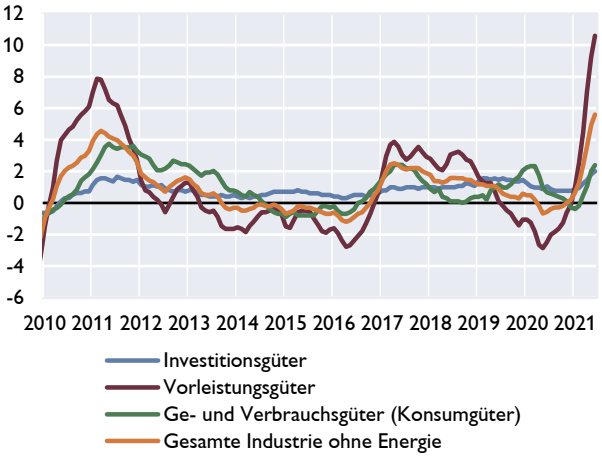
Inflationsbeiträge der Komponenten in Prozentpunkten *Letzter Wert: August 2021*



Quelle: Eurostat.

Erzeugerpreisentwicklung

Veränderung zum Vorjahresmonat in % *letzter Wert: Juni 2021*



Quelle: Eurostat.

Auf den nachgelagerten Stufen der Produktion macht sich dieser Druck zwar weniger stark bemerkbar, nichtsdestotrotz überstieg die Teuerung der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel ihren langfristigen Durchschnittswert von 0,6 % im Juni um

[13] Für Details siehe Ausgabe 5/2021 des Wirtschaftsberichts der Europäischen Zentralbank (S. 23ff). Ein fünfter Faktor sind Verzerrungen auf Grund der Schätzung lockdown-bedingt nicht-erhebbarer Preise. Der Anteil imputierter Preise des HVPI betrug im Juni nur mehr 4% verglichen mit 13% im Jänner (EZB 2021, Fußnote 4).

mehr als das Doppelte. In den kommenden Monaten ist daher mit einem gewissen Aufwärtsdruck auf die HVPI-Komponente der nicht-energetischen Industriegüter zu rechnen. Allerdings dauert es in der Regel mehr als ein Jahr, bis dieser Druck sich in den Konsumentenpreisen niederschlägt. Die Gründe für die verzögerte Weitergabe sind vielfältig. Neben dem eigentlichen Produktionsprozess spielen langfristige Verträge und Absicherungsgeschäfte eine Rolle (EZB 2021, Kasten 7). Außerdem erfolgt die Weitergabe nicht automatisch, sondern variiert im Zeitverlauf je nach Vorratshaltung, Kapazitätsauslastung und Wettbewerbssituation auf der jeweiligen Produktionsstufe. So kommt am Ende nicht jede Steigerung der Vorleistungskosten tatsächlich beim Endverbraucher an. Allerdings könnten die besonderen Umstände der Corona-Pandemie, wie stark gedrückte Gewinnmargen in einigen Branchen oder nachgeholter Konsum, dazu führen, dass die Kostensteigerungen stärker als sonst auf die Verbraucherpreise durchschlagen (EZB 2021, Kasten 7).

Trotzdem wird der etwas höhere Preisdruck der nicht-energetischen Industriegüter zu keinem allzu deutlichen Anstieg der HVPI-Inflationsrate führen, da ihr Gewicht im HVPI-Gesamtindex nur rund 27% ausmacht (bzw. 40% der Kerninflationsrate). Die Dynamik der zugrundeliegenden Inflation wird weiterhin vor allem von der Entwicklung der Dienstleistungspreise abhängen, welche hauptsächlich von den Lohnkosten bestimmt werden.

Fazit für den Euroraum: Die Kerninflationsrate wird im laufenden Jahr wegen temporärer Angebotsengpässe und der sich erholenden Binnennachfrage etwas ansteigen. Insgesamt dürfte der Preisdruck jedoch moderat bleiben, was unter anderem auf den niedrigen Lohndruck in Folge der hohen Arbeitslosigkeit und Unterbeschäftigung und auf die zurückliegende Euro-Aufwertung zurückzuführen ist (EZB 2021). Die Prognose der EZB erwartet bereits für den Jahresbeginn 2022 einen Inflationsrückgang, da der Effekt der temporären Faktoren schwinden wird.

Nachhaltiger Inflationsanstieg ohne breite Lohnzuwächse nach wie vor wenig wahrscheinlich

Entgegen der aufflammenden Diskussion über einen steigenden Inflationsdruck kann festgehalten werden, dass der Inflationsanstieg Großteils auf Basiseffekte, volatile Energiepreise sowie pandemiebedingte Preisanstiege einer kleinen Zahl von Gütern zurückgeführt werden kann.[14] Lokale Angebotsengpässe haben sich in der Vergangenheit immer rasch aufgelöst, erste Anzeichen sind dafür bereits sichtbar. Rohstoffpreise sind in den letzten zwanzig Jahren schon häufiger stark angestiegen, ohne eine Hochpreisinflationsphase auszulösen. Diesen Faktoren ist gemeinsam, dass sie nur vorübergehend wirken und keinen nachhaltigen Anstieg der Inflation verursachen. Die Entwicklungen in den USA und im Euroraum stellen vielmehr eine Art Normalisierung der Inflationsentwicklung dar und sind konsistent mit einer Rückkehr der Inflationsrate zum Zielwert der beiden Notenbanken in der mittleren Frist. Außerdem stellt sich dies in den USA anders dar als im Euroraum. So treiben einzelne Güter aufgrund nationaler Sonderfaktoren die Preise in den USA stärker als in Europa. So hat der höhere Anteil fixer Steuern auf Treibstoffe im Euroraum einen glättenden Effekt auf die Preisentwicklung derselben, mit dem Ergebnis geringerer Rückgänge im letzten Jahr und damit relativ schwächer ausfallender Basiseffekt in diesem Jahr. Dazu kommt, dass aufgrund der traditionell stark verankerten europäischen Automobilindustrie ein vergleichsweise großer Teil der automobilspezifischen

[14] Darunter fallen beispielsweise Kraftfahrzeuge, die auf Grund von Halbleitermangel nicht ausreichend produziert werden können, oder Fahrräder deren Preise der allgemeine Rohstoffmangel vor dem Hintergrund steigender Nachfrage treibt. Daneben schlagen beispielsweise auch starke Preisfluktuationen im Bereich der Freizeit- und Tourismusindustrie (etwa die Preise von Flugtickets, Restaurantessen u. ä. stark zu Buche.

Halbleiterproduktion in Europa verblieben ist, was die Engpässe in diesem Bereich im Vergleich zu den USA etwas abschwächt (siehe z.B. Office for National Statistics 2021). Des Weiteren sind die nachfrageseitigen Auswirkungen des US-amerikanischen Fiskalprogramms zu erwähnen, das vergleichbare Maßnahmen in Europa deutlich übertrifft.

Ein nachhaltiger Anstieg der Inflation würde einen deutlichen Anstieg der Arbeitskosten sowie einen Anstieg der Inflationserwartungen erfordern. Allerdings weisen die Arbeitsmarktlage und die Entwicklung der Stundenlöhne sowohl für die USA als auch für den Euroraum auf einen moderaten Lohndruck hin.[15] Auch die mittelfristigen Inflationserwartungen der professionellen Prognostiker und der Finanzmärkte zeigen keinerlei Anzeichen einer Entankerung der Inflationserwartungen.[16]

Gänzlich ausgeschlossen werden kann ein nachhaltiger Inflationsanstieg trotzdem nicht. Sollten sich die Angebots- und Lieferengpässe weiter intensivieren, wird der gestiegene Preisdruck in der Produktion auch an die Konsumenten weitergereicht werden. Pandemiebedingter Strukturwandel, Dekarbonisierung der Wirtschaft, disruptive Auswirkungen des Klimawandels und möglicherweise zunehmende soziale Spannungen, könnten zu höheren Produktions- und Lohnkosten oder höheren Fiskaldefiziten führen und folglich den Druck auf die Inflationsrate erhöhen.

Referenzen

Budianto, F., Lombardo, G., Mojon, B., Rees, D. 2021. Global reflation? BIS Bulletin 43, July 2021.

Cavallo, A. 2020. Inflation with COVID Consumption Baskets, NBER Working Paper Nr. 27352

EZB. 2021. Wirtschaftsbericht 2021(5).

Office for National Statistics, 2021. International comparisons of consumer prices: August 2021- International comparison of recent trends in consumer price inflation, focusing on the UK, the United States and the euro area.

Voinea, L., Loungani, P. 2021. Predicting inflation using cumulative wage gaps, VoxEU, 16 August. CEPR Policy Portal. https://voxeu.org/article/predicting-inflation-using-cumulative-wage-gaps

[15] Festgehalten werden sollte, dass es im Bereich der Stundenlohnentwicklung zu starken Kompositionseffekten gekommen ist. Vor allem Niedriglohnverdiener verloren im Verlauf des Jahres 2020 ihre Jobs, wodurch es in den USA zwischenzeitlich zu einem massiven Anstieg der Stundenlöhne gekommen ist. Diese Entwicklung kehrt sich nun um, dämpft das beobachtete Lohnwachstum und könnte dadurch starke Lohnanstiege verschleiern. Allerdings weisen um den Kompositionseffekt bereinigte Maßzahlen, wie z.B. der Lohntracker der FED Atlanta noch nicht auf eine stärkeres Lohnwachstum hin.

[16] Für eine detaillierte Analyse siehe Budianto et al. (2021). Voinea und Loungani (2021) zeigen für die letzten dreißig Jahre, dass die Inflation in den OECD-Ländern nach einer Krisensituation erst dann nachhaltig zu steigen beginnt, wenn die realen Löhne, welche Krisenbedingt gefallen sind, das Vorkrisenniveau übertreffen. Mit dem Auslaufen der temporären Faktoren, wie bspw. den Unterstützungen am Arbeitsmarkt oder den globalen Angebotsengpässen dürfte dieser Wirkungszusammenhang wieder an Bedeutung gewinnen. Laut Autoren ist die kumulative Lohnlücke in den meisten Euroraumländer, nach wie vor negativ, was ein mittelfristiges Abschwächen des Inflationsdrucks impliziert.