Helaba

Im Fokus: Länder & Devisen
3. Juni 2022

USA: Was stoppt die Inflation?

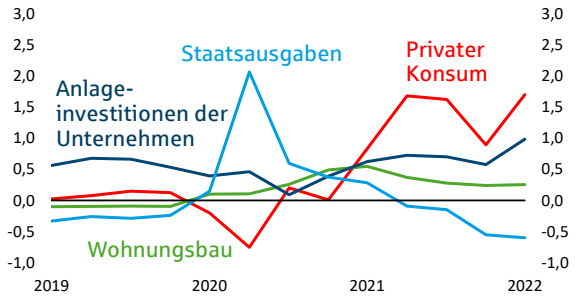
Kann die hohe Teuerung ohne eine Rezession unter Kontrolle gebracht werden oder ist das Ende des aktuellen Zyklus schon 2023 – nur drei Jahre nach seinem Beginn – unvermeidbar? Das hängt unter anderem davon ab, was die unmittelbaren Ursachen des Inflationsschubs sind.

Patrick Franke
Internationale Konjunktur
Tel. 069/91 32-47 38

Was gegen die **hohe Teuerung** getan werden kann, kommt auf ihre konkreten Auslöser an. Bereits vor gut einem Jahr haben wir uns in einer Publikation[1] mit dem Thema Inflation etwas tiefer auseinandergesetzt. Unsere damaligen Prognosen für den Preisauftrieb 2022 haben sich seitdem als viel zu niedrig erwiesen. Aber die grundsätzlichen Punkte haben Bestand: Das allgemeine Preisniveau kann vor allem aus zwei Gründen steigen: Wenn die **Nachfrage das Angebot auf breiter Front übersteigt**. Oder wenn eine Mehrheit der Wirtschaftssubjekte mit höheren Preisen rechnet und diese dann durch entsprechendes Handeln im Zuge einer „selbsterfüllenden Prophezeiung" erst herbeiführt.

Primär ein Konsumproblem

Real, Abweichung vom Trend,* Prozentpunkte am BIP



*Durchschnittlicher Anteil am BIP 2015 bis 2019
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Bislang scheinen es Fed und EZB geschafft zu haben, die **Inflationserwartungen so gut „zu verankern"**, dass der zweite Mechanismus (noch) nicht wirkt. Diese Diagnose wird allerdings erschwert durch die Tatsache, dass die gesamtwirtschaftlichen Inflationserwartungen nicht direkt beobachtbar sind. Alle Schätzmethoden, ob nun umfragebasiert oder aus den Finanzmarktdaten abgeleitet, sind problematisch – auch hierauf sind wir in der Ausarbeitung vom Frühjahr 2021 schon eingegangen.

Klar ist jedenfalls, dass vor allem der erste genannte Mechanismus, ein Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage, den aktuellen Inflationsschub ausgelöst hat und weiter befeuert. Daraus folgen aber andere Fragen: **Wie groß ist dieses Ungleichgewicht?** Wo ist es konzentriert? Ist es primär ein Nachfrage- oder ein Angebotsproblem? Dies sind Punkte von höchster Bedeutung, nicht zuletzt für die Frage, was geldpolitisch passieren muss bzw. wird, um den Inflationsdruck ausreichend zu senken. Im Folgenden suchen wir nach Antworten.

Den Ungleichgewichten auf der Spur

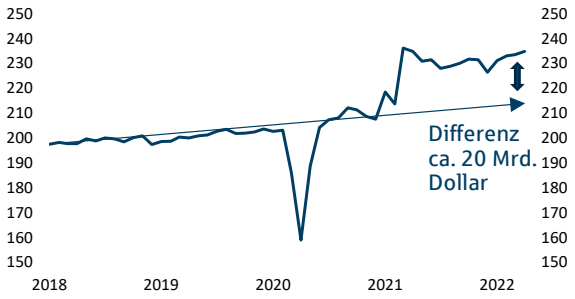
Hierbei steht der Analyst vor einem fundamentalen Problem: Es ist alles andere als trivial, selbst unter Rückgriff auf den sehr umfangreichen Schatz an Daten und Informationen zur US-Wirtschaft, **Nachfrage- von Angebotseffekten zu isolieren**. Werfen wir zunächst einen Blick auf die geläufigste Konjunkturstatistik, die Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung (NIPA). Das Schaubild oben zeigt die Abweichung der Hauptkomponenten der Binnenend-

[1] „US-Inflation: Totgesagte leben länger?" vom 3. März 2021

nachfrage nach Waren und Dienstleistungen von ihrem Durchschnitt der Jahre 2015 bis 2019, als Anteil am Bruttoinlandsprodukt (BIP) insgesamt. Auf den ersten Blick springt ins Auge, dass der andauernde Impuls einer „Überschussnachfrage“ seit 2020 offensichtlich vom **privaten Konsum** kommt. Im Gegensatz zur Blase in den 2000ern Jahren gingen die auch diesmal wieder stark steigenden Preise für Wohnimmobilien in der aktuellen Phase nicht mit einer merklich höheren Bauaktivität einher.[2] Die Staatsausgaben sind nach einem temporären Sprung nun wieder unterdurchschnittlich. Schließlich hat es bei den Unternehmen keine Investitionsblase wie im „New Economy“-Boom der 1990er Jahre gegeben. Die am aktuellen Rand erkennbare Belebung bei den Unternehmensinvestitionen – die übrigens bei der Unterkomponente für Ausrüstungen noch deutlicher ausfällt – ist unseres Erachtens tatsächlich eher als erstes Anzeichen einer Angebotsreaktion zu interpretieren: als der Versuch der Unternehmen, den Angebotsengpässen mit Kapazitätsausweitungen entgegenzuwirken.

Trendabweichung von monatlich 20 Mrd. USD

Reale Einzelhandelsumsätze, Mrd. Dollar („2012 chained“)



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Nun setzt sich der private Konsum aus zwei Unterkategorien zusammen, die in der Pandemie dramatisch unterschiedlichen Pfaden gefolgt sind – dem **Einzelhandel** und den Dienstleistungen. Ein näherer Blick zeigt, dass das Problem offensichtlich bei ersterem liegt. Preisbereinigt sind die Einzelhandelsumsätze nach einer schnellen Erholung 2020 dann im Frühjahr 2021 explodiert, angeschoben von den Stimulusmaßnahmen der Regierung, niedrigen Zinsen und durch die gleichzeitige „freiwillige“ Einschränkung der Ausgaben für viele Dienstleistungen wie Reisen oder Gastronomie. Von ihrem Vorkrisentrend trennen die realen monatlichen Umsätze im Einzelhandel derzeit rund 20 Mrd. Dollar[3].

Dies entspricht – und diese Präzision ist wohl eher ein Zufall – exakt dem Anstieg der realen monatlichen **Importe** von Konsumgütern Ende 2021/Anfang 2022 verglichen mit dem Vorpandemiestand Ende 2019. Im März sprangen diese Importe dann weitere 10 Mrd. Dollar nach oben, was das Wachstum belastete (Importe gehen negativ ins BIP ein), aber ein gutes Zeichen für die Leistungsfähigkeit des Welthandels ist. Selbst wenn das erhöhte Importniveau vom März ein Ausreißer war, zeigt dies, dass der internationale Handel seine Rolle als konjunkturelles Sicherheitsventil durchaus spielen kann, auch wenn es aus unterschiedlichen Gründen derzeit nicht ausreicht.[4]

Die Ausgaben für **Dienstleistungen** haben real zwar grob ihr Vorkrisenniveau erreicht, aber dieses ist vor dem Hintergrund einer wachsenden Bevölkerungszahl und höherer Einkommen nicht unbedingt das Maß der Dinge. Von ihrem Prä-2020-Trend liegen die Ausgaben derzeit rund 230 Mrd. Dollar (real) entfernt, wobei diese durchschnittliche Abweichung von -2,5 % bei besonders sensiblen Ausgabenkategorien wie Freizeit und Reisen noch immer übertroffen wird, während andere bereits wieder auf „normalem“ Niveau oder sogar darüber liegen.

Zwischenfazit: Die reale Nachfrage der privaten Haushalte nach Waren ist derzeit annualisiert **rund 240 Mrd. Dollar** „zu hoch“ und wird größtenteils durch Importe bedient. Dem steht ein „Aufholspielraum“ bei den Dienstleistungen in fast derselben Größenordnung gegenüber. Bei einer **Umschichtung** mit idealem Timing könnte also das BIP insgesamt stabil bleiben, wenn sich einerseits die Ausgaben für Dienstleistungen normalisieren und der Einzelhandel andererseits auf sein Trendniveau schrumpft. In der Realität ist eine solche reibungslose Transition natürlich ziemlich unwahrscheinlich. Sie wäre mit realwirtschaftlichen Verwerfungen verbunden. Um die anfangs

[2] Wobei auch hier zu argumentieren wäre, dass es nicht zuletzt Engpässe in der Bauproduktion waren, die eine stärkere Ausweitung des Wohnungsbaus 2020/2021 verhindert haben.

[3] „Chained 2012 dollars“. Wir wechseln hier aus Anschaulichkeitsgründen von einer relativen (Schaubild S. 1) zu einer absoluten Betrachtungsweise. Hintergrund ist, dass der tatsächliche Gesamtoutput (BIP) auch heute noch niedriger ist als ein linear extrapolierter Vorkrisentrendwert (Q 1 2022: um rund 2 % niedriger) und bei perfekt paralleler Entwicklung aller Komponenten diese auch niedriger sein sollten. Um Abweichungen einzuordnen, müssten diese daher jeweils relativ zur „Schwäche“ des BIP skaliert werden.

[4] Nicht enthalten in dieser Importkategorie sind die Pkws. Zwar ist die Zahl der Neuzulassungen aktuell noch relativ niedrig. Gemessen an den realen Ausgaben der Haushalte ist diese Kategorie derzeit aber weitgehend „normal“, d.h. im Rahmen des längerfristigen Trends. Inwieweit hier noch Nachholbedarf besteht, der bisher von Lieferengpässen ausgebremst wurde, ist unklar, zumal steigende Zinsen und hohe Preise den Autokauf tendenziell unattraktiver machen.

konstatierte erhöhte Konsumquote zu korrigieren, müssten zudem vor allem Käufe importierter Waren gestrichen werden (niedrigere Importe = höheres BIP) und sich der weitere Anstieg des Gesamtkonsums merklich abflachen.

Das Kernproblem beim Angebot? Ein Blick auf den Arbeitsmarkt

Der Versuch, sich den Ungleichgewichten mit Hilfe hergebrachter Methoden zu nähern, stößt auf vielfältige Hindernisse. Gängige Maße für den Auslastungsgrad wie die **Produktionslücke** („Output Gap") zeigen aktuell teilweise Unter-, bestenfalls eine leichte Überauslastung an. Hintergrund ist hier offenbar, dass im Gegensatz zu früheren spätzyklischen Phasen mit hoher Teuerung nicht die gesamte Wirtschaft aus dem Ruder gelaufen ist.

Auch am **Arbeitsmarkt**, unbestritten derzeit ein zentraler, wenn nicht sogar der wichtigste Engpass, lassen traditionelle Indikatoren wie die Abweichung von der „gleichgewichtigen" Arbeitslosenquote nicht unbedingt Alarmglocken läuten. Dennoch übersteigt die Nachfrage nach Arbeitskräften aktuell das Angebot in einem größeren Ausmaß als zu irgendeinem Zeitpunkt für den diese Daten vorliegen, d.h. mindestens seit der Jahrtausendwende.

Arbeitsangebot: Luft nach oben

Partizipationsrate, %*

*Beschäftigte und Arbeitssuchende in % der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Damit ist der Arbeitsmarkt aber auch eine **potenzielle Quelle von Entspannung**. So liegt die Zahl der Erwerbspersonen (Erwerbstätige plus Arbeitssuchende) derzeit bei rund 164 Mio. Dies entspricht grob dem Wert vor der Pandemie. Seit 2019 ist die Bevölkerung im Erwerbsalter aber um 1,3 % gewachsen. Würde die Partizipationsrate heute noch auf ihrem Stand von Ende 2019 liegen, wäre die Zahl der Erwerbspersonen um 2,5 Mio. höher.

Nun sind 2020/2021 viele in den Ruhestand gegangen und kommen wohl auch nicht wieder ins Arbeitsleben zurück. Zieht man für diesen Effekt einmal pauschal 500.000 Personen ab, verbleiben knapp[5] 2 Mio. potenzielle Arbeitskräfte, die ohne einen weiteren Rückgang der Arbeitslosenquote Jobs antreten könnten. Zahlen der Fed zeigen, dass die **Partizipationsrate** zumindest Ende 2021 noch von starken Sondereffekten nach unten gedrückt wurde. Sie war beispielsweise 0,4 Prozentpunkte niedriger, weil potenzielle Arbeitnehmer Familienmitglieder pflegen mussten und um weitere 0,5 Prozentpunkte aus „anderen Gründen", einschließlich der Angst vor einer Covid-Infektion.

Wie die Zeit nach der Finanzkrise gezeigt hat, ist ein von demografischen Entwicklungen getriebener Abwärtstrend bei der Partizipationsrate zudem **kein ehernes Gesetz**. Der gute Arbeitsmarkt der späten 2010er Jahre lockte viele Amerikaner zurück, die Partizipationsrate stabilisierte sich nicht nur, sie stieg 2019 sogar wieder. Eine wegen des extrem angespannten Arbeitsmarktes zunehmende Partizipationsrate ist also für 2022/2023 durchaus plausibel.

Bei der aktuellen durchschnittlichen **Arbeitsproduktivität** würden rund 2 Mio. zusätzliche Beschäftigte etwa 300 Mrd. Dollar an realem BIP erwirtschaften. Dies wäre allerdings kein angebotsseitiger Nettoeffekt, denn die zusätzlichen Einkommen würden naturgemäß wiederum zu einem guten Teil nachfragewirksam werden. Eine erhebliche Entlastung auf dem für die Kostenstruktur der meisten Unternehmen dominierenden Arbeitsmarkt wäre aber absehbar.

Für positive Überraschungen von der Produktionsseite könnte auch die Entwicklung der Arbeitsproduktivität sprechen. Trotz des kräftigen Rückgangs, den der Output pro geleisteter Arbeitsstunde im ersten Quartal 2022 verzeichnete, liegt der mehrjährige Durchschnitt, d.h. der Produktivitätstrend, aktuell bei rund 1,5 % pro Jahr und

[5] Bei einer konstanten Arbeitslosenquote von rund 3,5 % wären 96,5 % der Neuzugänge zum Arbeitsmarkt in Beschäftigung.

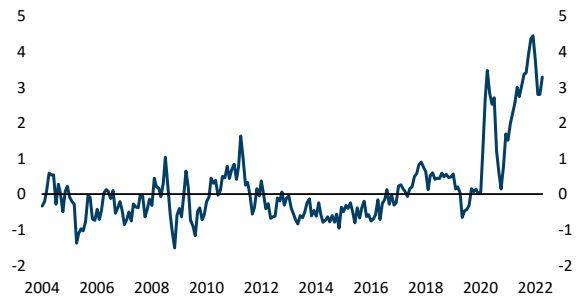
damit höher als in den 2010er Jahren.[6] Zusammen mit der wachsenden Bevölkerung könnte dies bedeuten, dass das **Produktionspotenzial** der USA tatsächlich stärker zulegt als mit der bisher angenommenen jährlichen Rate von etwa 1,7 %. Im Jahr bis zum April stieg die Bevölkerung im Erwerbsalter 2018 und 2021 um jeweils 1 %, 2019 und 2020 um 0,5 %. Addiert man dies als Ober- und Untergrenze zu einem Produktivitätstrend von 1,5 % und unterstellt für Ende 2019 grobe Normalauslastung, so impliziert dies für Anfang 2022 ein Angebotspotenzial, das zwischen 1,7 % und 2,7 % über der tatsächlich gemessen Wirtschaftsaktivität liegt.[7] Die Perspektive für eine tendenzielle **Entspannung beim Inflationsdruck**, nachdem die Nachwehen der Pandemie endlich abgeklungen sind, scheint also gar nicht schlecht zu sein.

Fazit: „Soft landing" möglich, aber keine ausgemachte Sache

Aus unserer Sicht sind die nachfrageseitigen Ungleichgewichte diesmal **stärker sektoral konzentriert** und absolut gesehen kleiner als in früheren „spätzyklischen" Phasen. Sie scheinen zudem von einer Größenordnung zu sein, die auch **ohne Rezession korrigierbar** wäre. Ein guter Teil des Teuerungsschubs kam weniger von „zu viel Nachfrage", sondern eher von angebotsseitigen Faktoren, häufig punktuellen „bottlenecks": einzelnen Vorprodukte wie Chips, Rohstoffen, aber auch Logistik-Engstellen. Schließlich hatte niemand mit einer so starken Verknappung des Arbeitskräfteangebots gerechnet, wie sie sich 2020/2021 einstellte. Gegen diese Probleme kann eine Notenbank nicht direkt vorgehen, aber die Perspektiven für eine nennenswerte **„Hilfe von der Angebotsseite"** sind mit dem Abflauen der Pandemie diesmal besser als sonst. Dies gilt auch und insbesondere für den Arbeitsmarkt.

Lieferkettenprobleme: Rückschlag im April

Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI)*

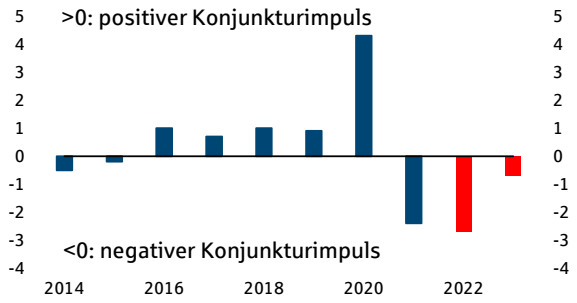


*in Standardabweichungen
Quellen: New York Fed, Helaba Research & Advisory

Kritisch sind hingegen die jüngsten angebotsseitigen Schocks **(Lockdowns in China, Ukraine-Krieg)**, die eine Normalisierung verzögern. Der Index der New York Fed für globale Lieferkettenprobleme (GSCPI) zeigt nach der merklichen Entspannung Anfang des Jahres für den April wieder eine Verschlechterung der Lage.

Fiskalpolitik steht schon auf der Bremse

Fiskalischer Impuls, Prozentpunkte am BIP* (2022/2023 IWF-Prognose)



*Veränderung des zyklisch bereinigten staatlichen Haushaltsdefizits
Quellen: IWF, Helaba Research & Advisory

Wie viel genau die Fed vor diesem Hintergrund nun tun muss, um Nachfrage und Angebot wieder ins Gleichgewicht zu bringen, ist eine komplizierte Frage – vielleicht Thema für eine Folgepublikation. Die **Geldpolitik** beeinflusst primär die Nachfrage-, nicht die Angebotsseite. Wenn sich letztere entgegen unserer Erwartung wenig oder zu langsam entspannen sollte, müsste die Fed wohl auf die derzeit avisierte Straffung der Geldpolitik noch was draufpacken. Eine **Rezession** 2023 würde dann wahrscheinlich.

Hilfe, wenn auch größtenteils ungeplant, erhält die Fed schon jetzt von Seiten der **Fiskalpolitik**. Nach dem Rekordstimulus des Jahres 2020 ist der direkte fiskalische Impuls nach den Zahlen des IWF bereits 2021 und

[6] Diese Verbesserung scheint nicht nur durch rein statistische Effekte, wie den Abbau von Stellen in wenig produktiven Dienstleistungsbranchen, bedingt zu sein. Auch im Verarbeitenden Gewerbe, wo die Produktivität 2018/2019 sogar gefallen war, hat sie zuletzt wieder deutlich Fahrt aufgenommen.
[7] Dies ist zugegebenermaßen eine Art „potenzielles Potenzial", weil es von Schocks wie der Pandemie abstrahiert. Als mittelfristige Orientierungsgröße kann es aber dennoch hilfreich sein.

2022 deutlich negativ. Da der Fiskalmultiplikator größer als eins sein sollte, **dämpft** die Steuer- und Ausgabenpolitik des Staates die Konjunktur schon in einem noch über diese direkten Effekte hinausgehenden Maß.

Vergleiche mit historischen Episoden, in denen die Teuerung ähnlich hoch war wie heute, hinken: 2022 ist nicht 1982. Karl Marx hat zwar behauptet, die Geschichte wiederhole sich. Wir halten es aber eher mit dem amerikanischen Schriftsteller und Journalisten Mark Twain: **Die Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich oft.**

Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

https://news.helaba.de/research/

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin /
Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-20 24
Internet: **http://www.helaba.de**

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.