

US-Inflation: Totgesagte leben länger?

AUTOR

Patrick Franke
research@helaba.de

REDAKTION

Dr. Stefan Mitropoulos

HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

Helaba

Landesbank

Hessen-Thüringen

MAIN TOWER

Neue Mainzer Str. 52-58

60311 Frankfurt am Main

Telefon: 0 69/91 32-20 24

Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Inflation ist wieder ein Thema.
- Das ist gut so: Zum einen verstummt damit das lästige Deflationsgeschwätz. Zum anderen kommen die Notenbanken in diesem Zusammenhang in überfällige Erklärungsnöte.
- Sie haben in den vergangenen Jahren ihre formale Unabhängigkeit zu oft genutzt, um einer eigenen Agenda zu folgen – auch auf Kosten der Nachvollziehbarkeit der Geldpolitik.
- In unserem Basis-Szenario rechnen wir für die USA in den kommenden Jahren mit etwas höheren Teuerungsraten. Ein echtes „Ausbrechen“ der Inflation nach oben bleibt aber ein Risiko-Szenario.

Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon.

Milton Friedman

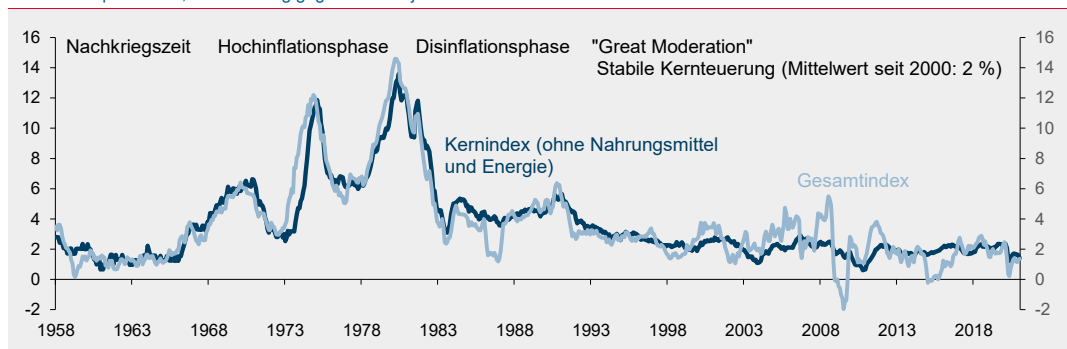
Die berühmte Aussage des „Vaters des Monetarismus“, Milton Friedman, zielt nicht darauf ab, wie von Kritikern manchmal behauptet wird, dass die Inflation immer und überall nur monetäre Ursachen haben kann. Dies ist offensichtlich falsch. Seine unverändert wichtige Botschaft ist aber: Wenn ihn die Regierung – oder heutzutage in der Regel die unabhängige Notenbank – nicht durch Geldschöpfung alimentiert, läuft sich ein inflationärer Prozess ziemlich schnell tot. Löhne und Preise können nur so lange steigen, wie die Wirtschaftssubjekte sie auch bezahlen können. Inflation ist letztlich die Rate, mit der sich der Preis des Geldes, ausgedrückt in Waren und Dienstleistungen, verändert. Da das Geldangebot hauptsächlich von der Notenbank bestimmt wird, ist die „Kooperation“ seitens der Geldpolitik insofern eine notwendige Bedingung für einen Prozess der Geldentwertung.

Angesichts dessen stimmt die Richtung nachdenklich, in die sich die führenden Notenbanken in den letzten Jahren bewegt haben. Dies gilt für die EZB wie für die Fed. Die Sicherstellung der Preisniveaustabilität rückt als Ziel in den Hintergrund. Stattdessen fokussiert man primär auf den Zusammenhalt der Gemeinschaftswährung „um jeden Preis“, auf steigende Kurse am Aktienmarkt, eine großzügige Kreditversorgung der Privatwirtschaft, billige Finanzierungsbedingungen für den Staat, zuletzt sogar noch auf soziale und umweltpolitische Belange.

In dieser Publikation beschreiben wir kurz, was „Inflation“ eigentlich ist und wie sie zustande kommt. Wir charakterisieren dann die aktuelle, durch die Pandemie sehr spezielle, Lage und wagen einen Ausblick auf die nächsten Jahre.

60 Jahre Inflation in den USA: Seitwärts – hoch – runter – seitwärts

Verbraucherpreisindex, Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

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.

Die Inflation: Das unbekannte Wesen

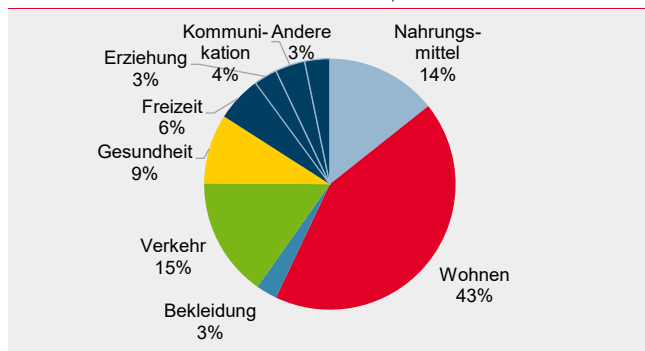
Was ist Inflation? Für den Nicht-Ökonomen mag diese Frage auf den ersten Blick trivial erscheinen. Einmal im Monat meldet ja z.B. die Tagesschau die Anstiegsrate der Lebenshaltungskosten. Die hierfür bestimmte Größe ist aber ein statistisches Konstrukt und seine Berechnungsmethode alles andere als in Stein gemeißelt. Bei der Ermittlung „der Inflation“ müssen die Statistiker schwierige Entscheidungen treffen und widersprüchliche Kriterien gegeneinander abwägen.

Wir können hier nur einige Kernprobleme ansprechen: Warenkörbe ändern sich beispielsweise im Zeitablauf, nicht nur in der Pandemie. Produkte, die es 1990 noch gar nicht gab, spielen heute eine gewichtige Rolle (Mobiltelefone). In jüngerer Zeit kommt hier erschwerend hinzu, dass immer mehr Produkte gar keinen expliziten Preis haben: Wer zehn Stunden pro Woche auf Youtube oder Twitch verbringt, zahlt dafür direkt keinen Cent.

Dies macht auch die Bestimmung eines repräsentativen Warenkorbs schwieriger, der ja durch tatsächliche Ausgaben ermittelt wird. Das Schaubild unten links zeigt die aktuellen Anteile am Warenkorb des US-Verbraucherpreisindex. Diese Oberkategorien sind bei aller Volatilität der einfließenden einzelnen Waren und Dienstleistungen relativ konstant. Seit 2000 waren die größten Verschiebungen bei Kleidung und Verkehr (jeweils rund zwei Prozentpunkte weniger) sowie Gesundheit und Wohnen (jeweils rund drei Prozentpunkte mehr) zu beobachten. Wohnen ist die mit Abstand wichtigste Kategorie. Dies macht die korrekte Behandlung von Mieten kritisch und – vor allem im Eigentümerland USA – ebenso die sinnvolle Abbildung der Kosten des Wohnens im eigenen Haus.

Wohnen ist die mit Abstand wichtigste Kategorie

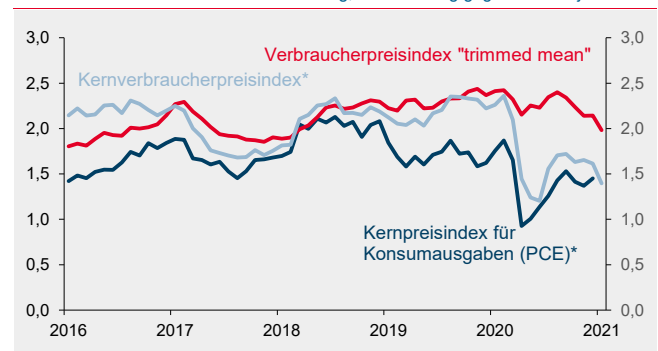
Aktuelle Gewichte im Warenkorb des Verbraucherpreisindex



Quellen: BLS, Helaba Volkswirtschaft/Research

Was ist die „wahre“ Inflationsrate?

Alternative Indikatoren für die Kernteuerung, Veränderung gegenüber Vorjahr in %



* Ohne Nahrungsmittel und Energie.

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Äpfel mit Birnen?

Zur korrekten Inflationsmessung müssen Statistiker Qualitätsveränderungen berücksichtigen: Wenn ein Produkt deutlich besser wird, kann es auch mehr kosten, ohne dass man dies als Inflation verbuchen sollte. Auch muss die Statistik möglichst dem Verhalten der Verbraucher Rechnung tragen, dass Verschiebungen bei den relativen Preisen zu Ausweichreaktionen führen können. Wird Rindfleisch teurer, fragen die Leute kurzfristig mehr Huhn oder Schwein nach. Ein Kernproblem bei der Wahrnehmung der „wahren“ Teuerung ist, dass wohl kein einziger Haushalt tatsächlich exakt den nationalen Warenkorb nachfragt. Manche Personen fahren deutlich mehr mit dem Pkw, andere nie. Niemand kauft in einem Jahr die zugrundeliegende Menge an langlebigen Gütern – der Kauf eines Kühlschranks erfolgt in einem einzigen Monat, danach ist dessen Preisentwicklung jahrelang irrelevant. Dies prägt das Empfinden der Verbraucher, die entsprechend regelmäßig getätigte Käufe viel stärker wahrnehmen als sporadische Anschaffungen.

Für die USA gibt es mindestens drei wichtige „Kernraten“, die sich durch ihre Konstruktion unterscheiden. Aktuell zeigen sie Teuerungsraten zwischen 1,4 % und 2 %. Die Abstände waren 2020 sogar noch deutlich größer. Dies wirft auch die Frage auf: Wenn die Berechnung der „wahren“ Inflation so schwierig und kontrovers ist, wieviel Sinn macht dann das Fetischisieren des „magischen Wertes 2 %“ durch die Notenbanken? Aber das ist ein Thema für eine andere Publikation.

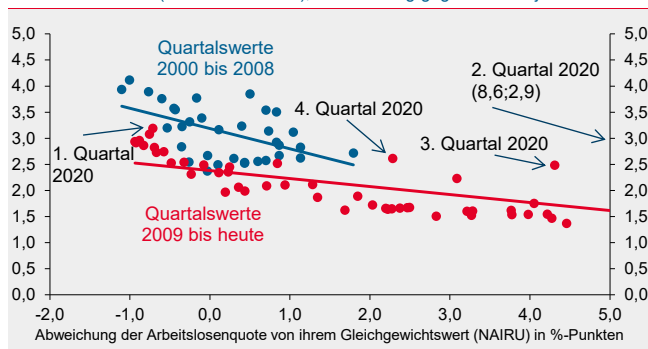
Was treibt die Teuerung?

Ist die Teuerung schon schwierig zu berechnen, so ist das Ermitteln ihrer genauen Determinanten noch problematischer. Unter den Ökonomen gehen die Meinungen hier oft stark auseinander und einer der wenigen Konsenspunkte ist: Die Inflation ist äußerst schwer zu prognostizieren. Im Grunde lassen sich potenzielle Einflussfaktoren drei groben Kategorien zuordnen: dem gesamtwirtschaftlichen Auslastungsgrad, den Inflationserwartungen und strukturellen Faktoren.

Ersterer wird oft über die Produktionslücke (Output Gap) oder die Auslastung des Arbeitsmarktes abgebildet. Die berühmte Phillips-Kurve zeigt den Zusammenhang zwischen der Arbeitslosenquote und dem Lohn- bzw. dem Preisauftrieb. Hier ist zu konstatieren, dass die in früheren Jahrzehnten sehr enge Beziehung zuletzt an Klarheit verloren hat. Die Kurve ist flacher geworden – das heißt, die Teuerung reagiert deutlich weniger auf die Lage am Arbeitsmarkt als früher. Größere Bewegungen bei der Arbeitslosenquote sind erforderlich, um eine gewisse Veränderung beim Preisklima zu erzeugen. In der Pandemierezession hat dies zu einer Stabilisierung des Lohnauftriebs beigetragen. Trotz Rekordarbeitslosigkeit stiegen die Löhne und Gehälter 2020 um rund 2,5 %.

Phillips-Kurve: Flachheit stabilisiert in der Krise

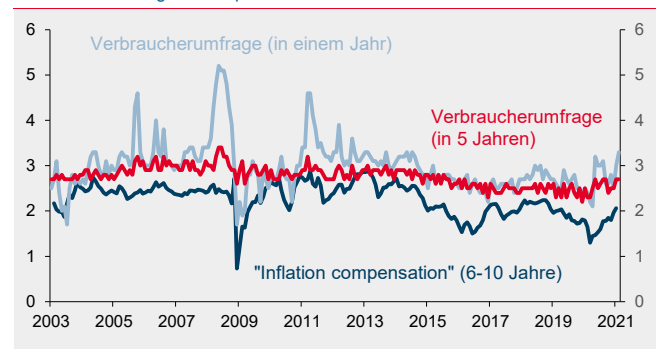
Arbeitskostenindex (Löhne & Gehälter), Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Theoretisch hilfreich, praktisch ziemlich nutzlos

„Inflationserwartungen“ in % pro Jahr



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

„Markterwartungen“ sind eine äußerst problematische Größe

Potenziell ebenso wichtig sind die Inflationserwartungen. Selbst wenn die Auslastung der Wirtschaft eigentlich keine Preiserhöhungsspielräume zulässt, können Erwartungen „selbsterfüllend“ werden. Wenn sich alle so verhalten, als würden die Preise bald um 5 % steigen, dann werden die Preise wahrscheinlich auch um 5 % zulegen. Leider liegen uns – trotz vieler anderslautender Einlassungen seitens der Notenbanken – keine verlässlichen Informationen zu den Inflationserwartungen vor. Verbraucherumfragen zeigen auf lange Sicht kaum Variation. Hier wird in den USA stets mit tendenziell zu hohen Werten im Bereich von 2,5 % bis 3 % gerechnet. Auf kurze Sicht dominieren Schwankungen der Benzinpreise die Umfrageergebnisse – siehe den Sprung im Jahr 2008. Die viel zu stark beachteten „Markterwartungen“ sind letztlich aus den Preisen von zwei Wertpapieren abgeleitet. Eines davon ist die nominale 10-jährige Treasury-Anleihe. Da dies wohl das liquideste Asset der Welt ist, steigt die Nachfrage nach ihm (und damit sein Preis) in jeder Krise. Was dann als „fallende Inflationserwartungen“ oder „Deflationsgefahren“ interpretiert wird, sind in Wirklichkeit in erheblichem Maße steigende Liquiditätsprämien relativ zu den inflationsindexierten Anleihen. Entsprechend vorsichtig ist die jüngste Aufwärtstendenz dieser Größe zu interpretieren.

Schließlich sind da die strukturellen Faktoren. Diese haben nach allgemeiner Lesart in den vergangenen Jahren die Teuerung per saldo gedrückt. Hierzu zählen beispielsweise:

- Demografische Entwicklung, die dazu führt, dass aktuell ein relativ hoher Anteil der Einkommen gespart wird, was den Nachfragedruck reduziert.
- Globalisierung, die über Effizienzgewinne durch internationale Arbeitsteilung und die Integration von Millionen von Arbeitskräften in Niedriglohnländern in die internationale Wirtschaft Abwärtsdruck auf Löhne und Preise ausgeübt hat.
- Technologischer Wandel: Die Digitalisierung hat nicht nur die Erhebung mancher Preise

schwieriger gemacht. Sie erhöht z.B. auch die Markttransparenz erheblich und senkt so die Preissetzungsmacht der Unternehmen.

- Wettbewerbsbedingungen: Preiserhöhungsspielräume sind umso größer, je stärker die Marktmacht der führenden Unternehmen in einer Branche ist.

Nun ist denkbar, dass manche oder alle dieser Faktoren in Zukunft an Bedeutung verlieren oder sich sogar umkehren. Andere Strukturfaktoren – die Kosten der Klimawende, merklich höhere Staatsverschuldung, ein grundsätzlich neuer geldpolitischer Ansatz – können hinzukommen. Die Unsicherheit ist hier hoch. Sie lässt aber unseres Erachtens definitiv keinen Platz für die sture Haltung „Höhere Inflation wird auf absehbare Zeit kein Problem sein!“.

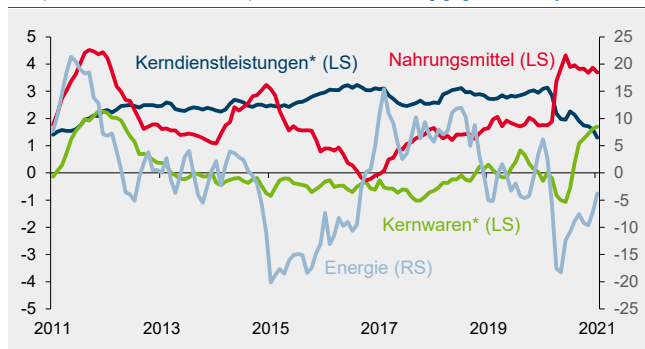
Aktuelle Lage: Es geht nach oben!

Im Januar lag der Preisauftrieb gemessen an Gesamt- und Kernindex der Verbraucherpreise jeweils bei 1,4 % gegenüber Vorjahr. Diese recht verhaltene Rate reflektiert aber den Einbruch des Index in den Monaten März bis Mai 2020. In den kommenden Monaten werden diese Werte aus dem Jahresvergleich herausfallen. Gleichzeitig ziehen die Energie- und andere Rohstoffpreise spürbar an. Unter dem Strich wird das einen sprunghaften Anstieg der Teuerung nach sich ziehen, auf rund 4 % in der Spitze (2,5 % bei der Kernrate).

Dabei ist nach wie vor äußerst unsicher, wie sich die speziellen Bedingungen der Pandemie nun auf das Preisklima auswirken werden. Wie viel aufgestaute Nachfrage entlädt sich, wenn das Ende von „social distancing“ kommt und breite Bevölkerungsgruppen geimpft sind? Die Haushalte insgesamt haben – auch mit Hilfe der extrem generösen Fiskalpolitik – ein erhebliches finanzielles Polster angelegt. Wenn diese Mittel nun schnell ausgegeben würden, könnte die Produktionsseite kaum mithalten. Weiterer fiskalpolitischer Stimulus in Billionenhöhe ist in der Pipeline und die Fed steht unverändert mit beiden Füßen auf dem geldpolitischen Gaspedal.

Kräftiger Preisschub nach der Pandemie?

Komponenten des Verbraucherpreisindex, Veränderung gegenüber Vorjahr in %

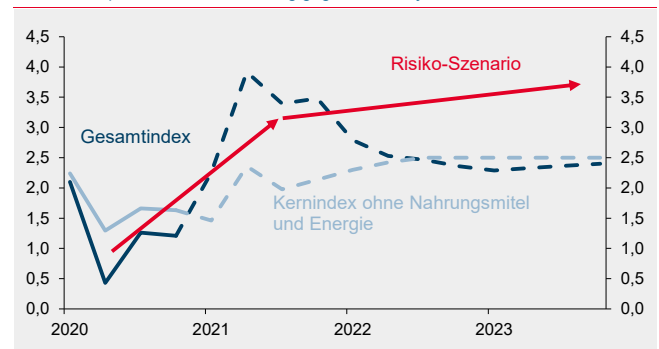


* Ohne Nahrungsmittel und Energie.

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Prognose: Aufwärtsrisiken 2022/2023

Verbraucherpreisindex, Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quartalswerte. Prognose ab Q1 2021.

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Inflationsschub voraus

Betrachtet man die Hauptkomponenten des Verbraucherpreisindex, ist auf Sicht der kommenden Quartale wohl nur von Seiten der Nahrungsmittelpreise eine nennenswerte Entlastung denkbar. Sie haben im Lockdown des Frühjahres 2020 massiv angezogen und sind seitdem erhöht geblieben. Hingegen dürfte sich der jüngste Anstieg der Energiepreise fortsetzen. Die Warenpreise ohne Energie und Nahrungsmittel, die vor den Trump-Strafzöllen jahrelang sogar absolut gefallen sind, haben im zweiten Halbjahr 2020 unerwartet deutlich angezogen. Bei zunehmender Auslastung der Produktionskapazitäten wird sich diese Bewegung wohl nicht so schnell umkehren. Und schließlich ist da die Kategorie Dienstleistungen, die sich in der Pandemie von den vorher normalen 3 % pro Jahr auf zuletzt 1,3 % abgeschwächt hat. Hierzu zählt die wichtige Komponente „Wohnen“, die in den letzten zwölf Monaten an Schwung verloren hat, ohne dass eine solche Abschwächung in den Hauspreisen oder der Bauaktivität reflektiert wurde. Selbst wenn diese Komponente nur graduell zur Vorkrisendynamik zurückfindet, würde dies die Teuerung erheblich anschieben.

Mittelfristige Perspektive: Steigende Inflation als Basis-Szenario

In unserem Basis-Szenario (siehe Schaubild, S. 4) zieht die Teuerung 2021 im Jahresdurchschnitt auf 3,3 % an (Kernrate: 2 %). Nach dem unterstellten Zeitplan sollte der Knoten des „social distancing“, der weite Bereiche der Dienstleistungsbranche aktuell noch gefesselt hält, irgendwann im Verlauf des Sommerhalbjahres gelöst werden. Dann wird sich zeigen, ob wir die kurzfristige Post-Pandemie-Dynamik richtig eingeschätzt haben. Wie oben schon angesprochen, kommt die US-Wirtschaft ja mit einem ungewöhnlich hohen Lohnauftrieb aus der Rezession.

Während wir die Risiken für diese kurzfristige Prognose derzeit als recht ausgeglichen betrachten, gilt dies nicht für 2022 und die Jahre jenseits unseres „offiziellen“ Prognosehorizonts. Vor dem im letzten Abschnitt geschilderten Hintergrund ist vorstellbar, dass die Kernrate sich nicht, wie von uns unterstellt, im Laufe von 2022 bei rund 2,5 % stabilisiert, sondern weiter anzieht. Dieses Risiko ist umso größer, je mehr Zeit sich die Fed mit der Normalisierung der Geldpolitik lässt bzw. je mehr Wachstums- und Infrastrukturprogramme die Regierung noch auf den Weg bringt. Dies wird auch darüber entscheiden, ob die bisher in unseren Langfristprojektionen publizierte Prognose für 2023 von 2,3 % zu niedrig ist.

Höherer Inflationstrend

Was den längeren Zeithorizont angeht, so haben wir bereits 2020 unsere Trendschätzung für die US-Teuerung von vorher 2 % auf nun 2,2 % angehoben. Dies war aber noch vor der Neuausrichtung der geldpolitischen Strategie der Fed im Spätsommer. Wir rechneten damals nicht mit den „Mondsummen“ an Konjunkturstimulus, die sich aktuell abzeichnen. Die derzeitige Weigerung der Fed, an eine Reduktion des Anleihekaufprogramms¹ auch nur zu denken, hatten wir uns im vergangenen Sommer so nicht vorstellen können. Die Position der Fed ist besonders bemerkenswert, als Wachstum und Arbeitsmarkt heute deutlich besser aussehen, als man Mitte 2020 hoffen konnte.

Eine entscheidende Unbekannte ist, in welchem Umfang jene strukturellen Faktoren, die in den vergangenen Jahren inflationsdämpfend wirkten, nun vielleicht an Bedeutung verlieren oder sich sogar umkehren. Während die Digitalisierung kaum zu einem Preistreiber werden wird, ist dies bei anderen Entwicklungen durchaus möglich: Zunehmender Protektionismus und stagnierende Globalisierung drohen diesen Einflussfaktor mindestens deutlich zu entkräften. Handelshemmnisse und Zölle wirken unmittelbar preistreibend. Auch demografisch rückt vielerorts der Punkt näher (oder ist schon erreicht), an dem die Zahl derer, die in den Ruhestand gehen, die Zahl der Eintritte auf den Arbeitsmarkt überschreitet. Die Ersparnisneigung sollte dadurch abnehmen, mit offenen Auswirkungen auf das Gleichgewicht zwischen gesamtwirtschaftlichem Angebot und Nachfrage. Insbesondere die Klimapolitik hat aber das Potenzial, über einen längeren Zeitraum und in einer spürbaren Größenordnung die Lebenshaltungskosten zu erhöhen. Die ambitionierten Ziele, die sich die Politik nicht zuletzt auch in der EU gesteckt hat, werden kaum zu erreichen sein, ohne dass in erheblichem Umfang Preissignale und/oder neue Steuern (wie eine Grenzausgleichsteuer) zum Einsatz kommen.

Es liegt an der Fed

Schließlich, und damit sind wir wieder bei Milton Friedman angekommen, hat es letztlich die Fed in der Hand, ob wir lediglich vor einer Periode etwas erhöhter Teuerungsraten stehen, oder ob die Pandemie im Rückblick so wie die späten 1960er Jahre einen Zeitenwechsel markieren wird.

¹ Nach Interpretation der Fed ist wohlgermerkt die absolute Höhe der Notenbank-Bilanzsumme das Maß für den Expansionsgrad. Durch Anleihekäufe wird Geldpolitik also immer expansiver. Ein geringeres monatliches Kaufvolumen würde nur bedeuten, dass sie weniger schnell expansiver wird.

Helaba-Publikationen: USA

USA: Ein kritischer Blick auf Bidens Pläne

20.01.2021

US-Fiskalpolitik: Mehr! Mehr! Mehr?

07.12.2020

US-Wahlen: Orientierungsversuche

13.11.2020

Joe Bidens Politik: Der Gentleman bittet zur Kasse

15.07.2020

“Sleepy Joe” oder vier weitere Jahre Trump?

26.06.2020

Deutschland/USA: Wettstreit der Schutzschirme

05.06.2020

Fed-Reform: The Good, the Bad and the Ugly

28.01.2020

Geldpolitik: Und was kommt jetzt?

10.01.2020

Zinsstruktur: A minus B = Rezession?

17.04.2019

Credit Watch: Gebrannte Kinder scheuen den Wohnhypothekenmarkt

15.01.2019

Alle Publikationen sind auf unserer Homepage [hier](#) verfügbar.

Informationen zum gesamten frei verfügbaren Research der Helaba finden Sie auf www.helaba.com/de/research. Dort können Sie auch verschiedene Newsletter abonnieren. ■