

»» Zwei Notenbanken – ein Problem: nach Inflation droht Rezession

Nr. 405, 25. Oktober 2022

Autoren: Dr. Jens G. Herold, Telefon 069 7431-9385, jens.herold_esteves@kfw.de
Dr. Felix Schmidt, Telefon 069 7431-9386, felix.schmidt@kfw.de

Die Rekordinflationszahlen der vergangenen Monate haben die Europäische Zentralbank (EZB) und die US-Notenbank Fed unter Zugzwang gebracht, den hohen Preissteigerungen mit einer restriktiveren Geldpolitik entgegenzuwirken. Während die Fed bereits im März mit der geldpolitischen Wende begonnen hat, vollzog die EZB ihren Kursschwenk erst mit der Ratssitzung im Juli 2022. Der vorliegende Fokus begründet dieses unterschiedliche Tempo der bisher erfolgten geldpolitischen Maßnahmen der beiden Notenbanken mit den unterschiedlichen Entwicklungen der Konjunktur und des Arbeitsmarkts nach der Pandemie. Rückblickend lässt sich festhalten, dass beide Notenbanken insgesamt zu langsam reagiert und zu lange am Krisenmodus festgehalten haben. Die späte geldpolitische Wende von Fed und EZB bei weiterhin sehr hohen Inflationsraten erfordert ein jetzt umso entschlosseneres Handeln. Unter diesen Gesichtspunkten wird die „weiche Landung“ infolge des notwendigen Erhöhungszyklus in beiden Währungsräumen zum Drahtseilakt. Die Fed scheint derzeit um jeden Preis gewillt zu sein, den Preissteigerungen Herr zu werden. Die Gefahr einer durch die geldpolitische Straffung hervorgerufenen Rezession wird offenen Auges in Kauf genommen. Da die EZB ihre Kehrtwende erst später eingeleitet hat, scheint das Zeitfenster für umfangreiche Zinsschritte zur Inflationsbekämpfung aufgrund der sich abzeichnenden konjunkturellen Abkühlung in der Eurozone deutlich kleiner. Die EZB befindet sich in einer schwierigen Lage und ob sie ihren weiteren Kurs konsequent durchziehen kann, erscheint – obwohl die EZB im Vergleich zur Fed lediglich das Mandat der Preisstabilität verfolgt – weniger eindeutig.

Rekordinflationszahlen setzen EZB und Fed unter Druck

Seit weit mehr als einem Jahr liegen die Verbraucherpreise in den USA und dem Euroraum deutlich über dem 2 %-Ziel der Notenbanken. Dies liegt vor allem an globalen Einflüssen, etwa der sprunghaft gestiegenen Nachfrage nach Energie und Rohstoffen im Zuge der weltweiten Konjunkturerholung nach dem ersten Pandemiejahr: Die von der Öffnung der globalen Wirtschaft befeuerte Nachfrage wird durch in der Pandemie angehäufte Ersparnisse der Haushalte gestärkt. Gleichzeitig trifft sie auf ein Angebot, welches durch erneute Lockdowns in Asien und weiterhin gestörte Lieferketten noch immer eingeschränkt ist. Seit Februar dieses Jahres verstärkt und verschärft zudem der russische Überfall auf die Ukraine die angespannte Lage an den globalen Rohstoff- und Lebensmittelmärkten. Einerseits gibt es kriegsbedingte Knappheiten und Störungen bei den Lieferketten. Andererseits stören Liefer-

stopps, Wirtschaftssanktionen und die damit einhergehende geopolitische Unsicherheit die Preisbildung an den Energie- und Lebensmittelmärkten. Entsprechend stark haben die Beiträge der Energie- und Nahrungsmittelinflation zur Gesamtrate zugenommen und letztere nochmals deutlich erhöht. Neben der globalen Dimension spielen aber auch heimische Faktoren eine gewichtige Rolle bei der Erklärung der hohen Inflationsraten in den USA und dem Euroraum. So dürfte die globale Überschussnachfrage nach international gehandelten Waren und Rohstoffen die Preissetzungsmacht der Unternehmen tendenziell erhöht haben¹. Hinzu kommt, dass Haushalte und Unternehmen ihre Inflationserwartungen als Folge der durch die Pandemie hervorgerufenen strukturellen, globalen Veränderungen, bereits länger erhöhten Inflationsraten und dem Krieg in der Ukraine nach oben angepasst haben. In Verbindung mit gut ausgelasteten Arbeitsmärkten hat das Risiko einer Lohn-Preis-Spirale in den USA und auch dem Euroraum zuletzt deutlich zugenommen.

Lange nicht gesehene bzw. immer neue Rekordwerte bei den Inflationsraten haben mittlerweile auch zu einem Umdenken bei den Notenbanken geführt. Noch bis zum Herbst 2021 gingen sowohl die US-Notenbank Fed und die Europäische Zentralbank (EZB) davon aus, dass die Inflation nur temporär erhöht sei und sich dies im Folgejahr normalisieren würde. Als Ende 2021 klar wurde, dass diese Argumentation nicht länger trägt, hat die Fed einen Kursschwenk eingeleitet. Sie hat begonnen ihre Bilanz signifikant zu reduzieren und hat seit März 2022 die Federal Funds Rate um 300 Basispunkte angehoben. Weitere Erhöhungen hält sie so lange für angebracht, bis sich die Inflationsaussichten spürbar verbessert haben.

Im Euroraum ist die Lage wie so oft schwieriger: Vor allem unter dem Eindruck des Ukraine-Kriegs, aber auch einer relativ zu den USA schwächeren konjunkturellen Ausgangsposition nach der Pandemie, hat die EZB erst im zweiten Quartal 2022 einen Kurswechsel eingeleitet und die Zinsen um 50 Basispunkte (BP) im Juli beziehungsweise 75 BP im September erhöht. Bis Mitte des Jahres 2023 dürften weitere Zinsschritte folgen, allerdings könnte die sich eintrübende konjunkturelle Entwicklung oder ein Wiederaufflammen der Eurokrise schon bald zu Rufen nach einem vorzeitigen Ende des Zinszyklus führen.

Der vorliegende Fokus begründet das unterschiedliche Tempo der bis heute erfolgten geldpolitischen Maßnahmen von Fed und EZB einerseits mit den unterschiedlichen Entwicklungen

des jeweiligen BIPs und Arbeitsmarkts nach der Pandemie. Andererseits weist die vorliegende Studie darauf hin, dass die Dynamik des zugrundeliegenden Preisdrucks, vor allem in den sogenannten Kernkomponenten, d. h. ohne Energie- und Lebensmittelpreise, ähnlich stark ausgeprägt ist. Vor allem für den Euroraum könnte dies zum Problem werden: Sollte sich diese Dynamik in ein beschleunigtes Lohnwachstum übersetzen, wird es einer rascheren und vor allem stärkeren Korrektur der EZB bedürfen, um die Inflation unter Kontrolle zu bekommen.

Die Aussicht, dass bei gleichbleibenden oder höher ausfallenden Inflationsraten auf den 75 Basispunkte-Zinsschritt im September weitere Schritte in dieser Größenordnung im Oktober und Dezember folgen dürften, gilt heute daher fast als ausgemacht². Die im Vergleich zu den USA zeitlich verzögerte Straffung der Geldpolitik in der Eurozone, stellt die EZB in der aktuellen Phase der konjunkturellen Abkühlung vor besondere Herausforderungen. Hinzu kommt die besondere Konstruktion der Währungsunion und die heterogene Entwicklung des Euroraums, sodass sich die Fortführung der Zinswende für die EZB im Vergleich zur Fed deutlich schwieriger gestalten wird.

USA: raschere Konjunkturerholung und geringere ...

Im Zuge der Corona-Pandemie ist die Wirtschaftsleistung in den USA im zweiten Quartal 2020 um fast 9 % im Vergleich zum Vorquartal eingebrochen. Bereits ab Mitte des Jahres 2020 konnte das US-Bruttoinlandsprodukt (BIP) aber wieder zulegen. Gestützt wurde die Erholung durch eine expansive Geld- und Fiskalpolitik, sodass die US-Wirtschaftsleistung bereits im zweiten Quartal 2021 das Vorkrisenniveau wieder übertraf.

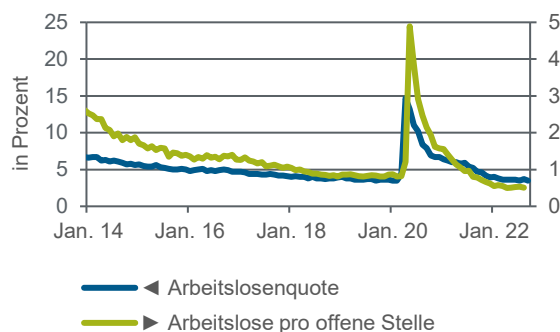
... wirtschaftliche Auswirkungen des Kriegs

Da die Abhängigkeit von importierten fossilen Energieträgern sowie die wirtschaftliche Verflechtung mit Russland und der Ukraine deutlich kleiner sind als dies etwa im Euroraum der Fall ist, halten sich zudem die ökonomischen Auswirkungen des Kriegs auf die USA in Grenzen.

US-Arbeitsmarkt weiterhin heiß, Gefahr einer Preis-Lohnspirale

Die gute konjunkturelle Entwicklung in den USA hat zu einer deutlichen Belebung des Arbeitsmarkts geführt. Die Arbeitslosenquote lag mit 3,5 % im September auf dem Vorkrisenniveau (Grafik 1). Die robuste Erholung hat dazu geführt, dass die Arbeitsnachfrage das Arbeitsangebot übersteigt. Im August 2022 kamen auf jede offene Stelle in den USA nur 0,6 arbeitslose Personen.

Grafik 1: US-Arbeitsmarkterholung nahezu abgeschlossen

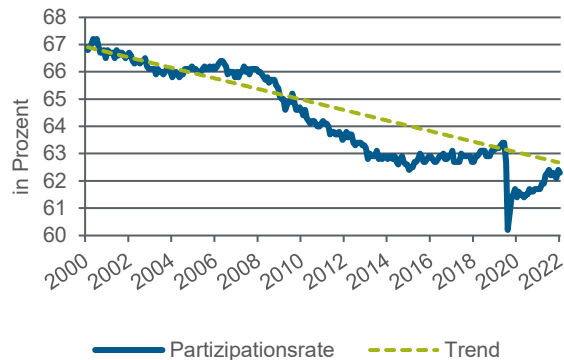


Quelle: U.S Bureau of Labor Statistics, KfW Research.

In der Folge der Corona-Krise hatten sich viele US-Amerikaner vom Arbeitsmarkt abgewandt. Die Möglichkeiten eine neue Anstellung zu finden, wurde durch den starken Konjunkturreinbruch deutlich geschmälert. Die Schließung von Schulen erschwerte zudem die Vereinbarkeit von Beruf und Familie. Hinzu kam die Angst sich durch eine Arbeitsaufnahme einem höheren Risiko einer Ansteckung auszusetzen und nicht zuletzt verringerten die Stimulus-Schecks sowie das erhöhte Arbeitslosengeld die Notwendigkeit der Arbeitsaufnahme. Die anziehende Konjunktur, auslaufende Stützungsmaßnahmen der Regierung und das Abflachen der Pandemie haben die Partizipationsrate in den vergangenen Monaten jedoch wieder deutlich steigen lassen (Grafik 2). Zwar liegt sie noch immer einen Prozentpunkt unter ihrem Niveau von Anfang 2020, eine Rückkehr auf das Vorkrisenniveau scheint aber angesichts des bereits länger bestehenden Trends einer abnehmenden Partizipationsrate unwahrscheinlich. Begründet liegt die bereits seit vielen Jahren rückläufige Partizipationsrate im demografischen Wandel. Der Anteil der im Ruhestand befindlichen Personen nimmt mit der Zeit zu. Während 2010 nur 13,1 % der US-Amerikaner über 65 Jahre alt waren, zählten zu dieser Altersklasse 2019 bereits 16,5 % der Bevölkerung.

Grafik 2: Partizipationsrate nähert sich dem Vorkrisentrend an

Trend basierend auf dem durchschnittlichen Rückgang der Partizipationsrate zwischen Januar 2000 und Februar 2020.



Quelle: U.S Bureau of Labor Statistics, KfW Research.

Hinzu kommt, dass sich zu Beginn der Pandemie viele ältere Beschäftigte in den Vorruhestand verabschiedet haben. Diese Personen werden dem Arbeitsmarkt größtenteils trotz der konjunkturellen Belebung in Zukunft nicht mehr zur Verfügung stehen. Anfang des Jahres quittieren 3,0 % der US-Amerikaner ihre Anstellung freiwillig (Grafik 3). Dies war der höchste Wert seit Beginn der Aufzeichnungen im Dezember 2000. Im August lagen die freiwilligen Kündigungen noch immer bei 2,7 % und somit deutlich über Vorkrisenniveau.

Grafik 3: Freiwillige Kündigungen auf Rekordhoch

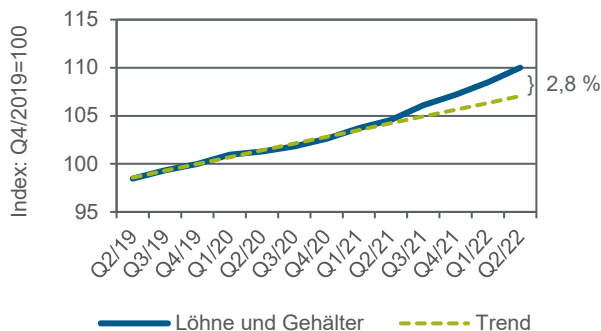


Quelle: U.S Bureau of Labor Statistics, KfW Research.

Die hohe Arbeitsnachfrage bei begrenztem Arbeitsangebot führte in den vergangenen Monaten zu deutlich steigenden Löhnen. Im September 2022 lagen die durchschnittlichen Stundenlöhne in den USA knapp 5 % über dem Vorjahresniveau. Die Steigerungen der Löhne und Gehälter haben zuletzt deutlich zugenommen und liegen mittlerweile 2,8 % über dem Trend der letzten Jahre (Grafik 4).

Grafik 4: Lohnsteigerungen deutlich über dem Trend

Trend basierend auf den durchschnittlichen Lohn- und Gehaltssteigerungen zwischen Q1/2018 und Q4/2019.



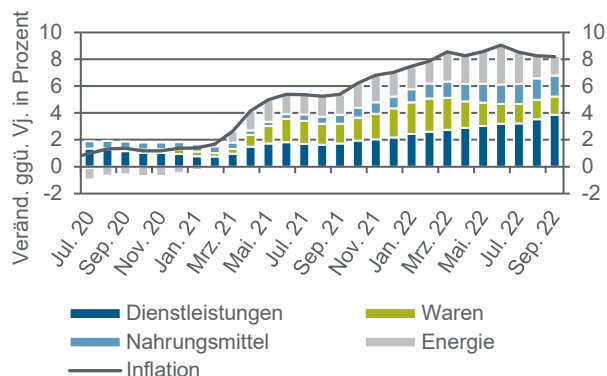
Quelle: U.S Bureau of Labor Statistics, KfW Research.

Insgesamt lässt sich zusammenfassen, dass der Auftrag der US-Notenbank, für maximale Beschäftigung zu sorgen, bereits im Frühjahr dieses Jahres erfüllt schien und dies erlaubte es der Fed, sich auf das zweite Ziel ihres Doppelmandates zu konzentrieren, die Wahrung eines stabilen Preisniveaus. Dass der Arbeitsmarkt noch immer keine Schwäche zeigt, hält der US-Notenbank den Rücken frei, weiterhin aggressiv gegen die hohen Teuerungsraten vorzugehen,

Preisdruck in den USA breiter als im Euroraum

Die Stärke des US-Arbeitsmarkts hat direkte Effekte auf die mögliche weitere Entwicklung der Inflationsrate. Die steigenden Löhne in den USA erhöhen für die Unternehmen die Kosten. Werden diese in Form von höheren Preisen an die Konsumenten weitergegeben, erhöht sich die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale. Die US-Notenbank hat diese Entwicklung genau im Blick, da hierdurch das bereits jetzt stark gestiegene Preisniveau weiteren Auftrieb erhalten könnte. Die Inflationsrate liegt in den USA bereits seit dem März 2021 über dem 2 %-Ziel der Fed (Grafik 5).

Grafik 5: Weiterhin breiter Preisdruck



Quelle: U.S Bureau of Labor Statistics, Bloomberg, KfW Research.

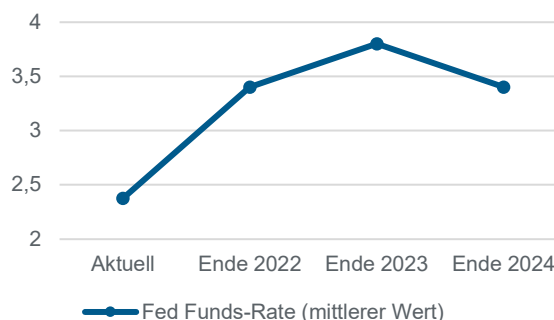
Die steigende Teuerungsrates war zu Beginn auf Basiseffekte und auf eine stark steigende Nachfrage in einzelnen Sektoren aufgrund der wirtschaftlichen Öffnung zurückzuführen. Zusätzlich Auftrieb erhielt das Preisniveau in den letzten Monaten jedoch auch durch gestiegene Energiekosten und anhaltende Lieferkettenprobleme. Dass die Lebenshaltungskosten der US-Amerikaner auf breiter Front zunehmen, zeigt sich nicht zuletzt an den steigenden Wohnkosten. Diese stehen für etwa ein Drittel des repräsentativen Warenkorb, auf dessen Basis die Inflation gemessen wird, und lagen im September 2022 6,6 % über dem Vorjahresniveau. Insgesamt lässt sich somit festhalten, dass der Inflationsdruck in den USA sich auf eine Vielzahl von Bereichen austreckt. Dies bedeutet, dass auch wenn die Inflationsrate zuletzt unter anderem durch leicht rückläufige Energiepreise etwas gesunken ist, der Handlungsdruck für die Fed weiterhin bestehen bleibt.

Die Fed hat mit der Zinswende früher begonnen

Die Einsicht zu Beginn des Jahres, dass die breiten Preissteigerungen keinen temporären Charakter haben, hat die US-Notenbank im März dazu veranlasst, den Rekordwerten der Preissteigerungen mit einem Umsteuern in der Geldpolitik zu begegnen. Der Leitzins wurde seither um insgesamt 300 Basispunkte angehoben. Zudem wird der Abbau der 8,5 Bio. USD großen Bilanzsumme vorangetrieben. Im Juni wurde damit begonnen, auslaufende Anleihen im Wert von insgesamt 47,5 Mrd. USD nicht weiter zu reinvestieren. Bis September wurde die monatliche Summe auf 95 Mrd. USD gesteigert. Zudem werden in den kommenden Fed-Sitzungen weitere Leitzinsanhebungen folgen. Laut dem Protokoll der Fed-Septemberversammlung rechnen die US-Währungshüter damit, dass der Leitzins bis zum Jahresende auf 3,4 % im mittleren Wert angehoben wird (Grafik 6) und der Markt preist sogar noch deutlich mehr Zinsschritte ein. Für die kommenden Monate ist damit zu rechnen, dass die Fed ihre geldpolitische Straffung so lange fortsetzen wird, bis ein deutlicher Effekt auf die Nachfrage und somit auf den Inflationsdruck sichtbar wird. Notenbank-Chef Jerome Powell betonte zuletzt noch einmal, dass die Herstellung der Preisstabilität oberstes Gebot ist und die Währungshüter hierzu bereit wären auch eine „schmerzliche“ konjunkturelle Entwicklung in Kauf zu nehmen.

Grafik 6: Weitere Zinsschritte werden folgen

Median der Fed-Dot-Plots vom September 2022



Quelle: Federal Reserve Bank, KfW Research.

Inflationsbekämpfung hat bei der Fed Priorität

Die Fed sieht sich einem breiten Preisdruck und einem engen Arbeitsmarkt gegenüber, bei dem die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale im Raum steht. Nachdem die US-Währungshüter für

lange Zeit davon ausgegangen sind, dass die hohen Preissteigerungen primär durch temporäre Effekte getrieben waren, hat sich die Stimmung in den letzten Monaten deutlich gewendet. Die aggressive geldpolitische Wende wird von einer deutlichen Kommunikation begleitet. Es soll keinerlei Zweifel daran aufkommen, dass die Inflationsbekämpfung absolute Priorität besitzt und die Zinsen so lange angehoben werden bis deutliche Erfolge zu verzeichnen sind. Der Balanceakt der Fed besteht darin, die Preisanstiege zu verlangsamen und gleichzeitig durch höhere Zinsen die Wirtschaft nicht zu stark abzuwürgen. US-Notenbankchef Jerome Powell verwies zuletzt darauf, dass die Gefahr einer Rezession durchaus real ist. Auch die Dot-Plots (Grafik 6) weisen auf eine voraussichtlich schwache wirtschaftliche Entwicklung in den kommenden zwei Jahren hin, da sie die Erwartung einer Leitzinssenkung im Jahre 2024 implizieren. Die US-Währungshüter scheinen davon auszugehen, dass die Inflationsbekämpfung eine „harte Landung“ zur Folge haben wird.

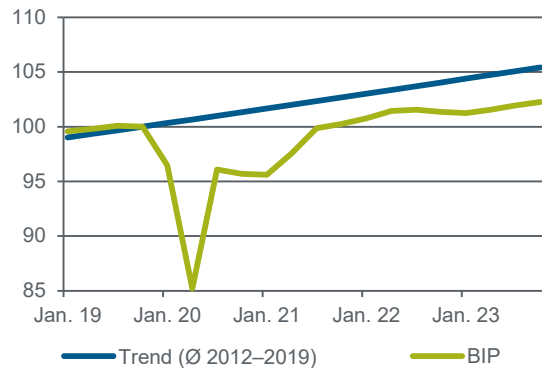
Euroraum: Erholung mit angezogener Handbremse ...

Im Vergleich mit den USA ging die wirtschaftliche Erholung im Euroraum langsamer vonstatten. Der Wachstumseinbruch von 11,7 % qoq im zweiten Quartal 2020 war sogar noch stärker als in den USA. Zwar erholte sich das BIP im dritten Quartal 2020 bereits wieder kräftig, die darauffolgenden weiteren Pandemiewellen und damit verbundene Einschränkungen ließen das Wachstum allerdings ab dem 4. Quartal deutlich hinter dem der USA zurückfallen. Zwar konnte nach einem deutlich über Potenzial liegenden Wachstum von 4,6 % im Jahr 2021 das Vorkrisenniveau des BIP ebenfalls erreicht werden. Allerdings sind große Mitgliedstaaten des Euroraums, etwa Deutschland oder Spanien noch immer nicht auf dem Niveau ihrer jährlichen Wirtschaftsleistung von Ende 2019 angelangt. Im aktuellen Jahr führen Nachholeffekte aus der Pandemie, aber auch fiskalische Impulse aus dem Europäischen Aufbauplan dazu, dass vor allem Frankreich, Italien und Spanien trotz des Kriegs in der Ukraine noch kräftig wachsen werden.

Nach einem Wachstum, was in diesem Jahr zwischen 2 % und 3 % liegen dürfte, machen sich die Auswirkungen des russischen Überfalls auf die Ukraine allerdings 2023 voll bemerkbar. Hier ist mit einem jährlichen Wachstum nahe Null zu rechnen, auch eine negative Wachstumsrate im Gesamtjahr 2023 liegt im Bereich des Möglichen. Dies dürfte vor allem im Fall eines Lieferstopps von Gas seitens Russlands oder eines äquivalenten Embargos der EU zu Tage treten. In diesem Fall würde die Industrieproduktion aber auch die Konsumnachfrage der privaten Haushalte noch stärker belastet werden.

Aktuelle Studien rechnen in diesem Fall mit einem Abschlag auf die prognostizierte Wirtschaftsleistung zwischen 1,2 % und 2,2 %, je nach Schwere des unterstellten Szenarios³. Zudem ist noch nicht vollends abzusehen, wie stark die strikte „No-Covid“-Politik der chinesischen Regierung durch erneute Störungen der Lieferketten das Wachstum in Deutschland und dem Euroraum in der kommenden Zeit belasten wird.

Grafik 7: Euroraum-Wirtschaftsleistung noch absehbar deutlich unter Vorkrisentrend



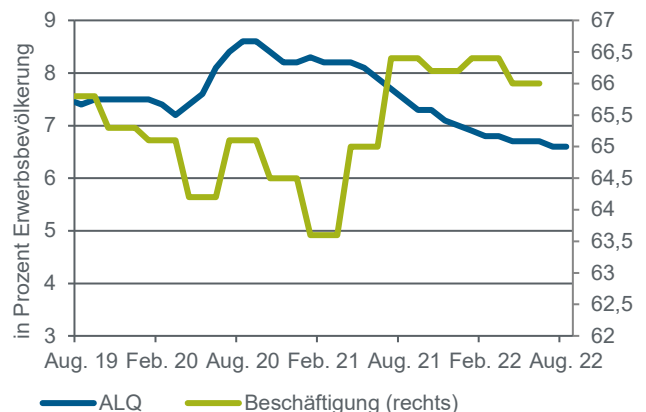
Quelle: Eurostat, KfW Research, eigene Berechnungen.

... robuste Entwicklung des Arbeitsmarkts im Euroraum

Deutlich positiver als das Wachstum nach dem Pandemieeinbruch hat sich hingegen der Arbeitsmarkt im Euroraum entwickelt. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote (ALQ) und die Beschäftigung lagen mit 6,6 % und 161,5 Mio. Beschäftigten bereits wieder unter beziehungsweise über ihrem Vorkrisenniveau von 7,5 % und 161,4 Mio. Beschäftigten. Lediglich die Partizipationsquote und die Anzahl geleisteter Arbeitsstunden lagen noch um 0,1 Prozentpunkte bzw. 1,8 % unter ihrem Niveau zu Beginn der Pandemie.

Die Gründe für die im Vergleich zu den USA stärkere Arbeitsmarktentwicklung dürften einerseits krisenpolitischer, andererseits struktureller Natur sein. So halfen viele Regierungen des Euroraums Firmen und Arbeitnehmern mit Überbrückungszahlungen oder Kurzarbeitergeldprogrammen. Gleichzeitig ist der Arbeitsmarkt im Euroraum deutlich starrer und regulierter als dies in den USA der Fall ist. Die Kombination dieser Faktoren hat dazu beigetragen, die Arbeitslosigkeit im Rahmen zu halten und das Beschäftigungsniveau nicht zu stark zurückgehen zu lassen.

Grafik 8: Der Arbeitsmarkt im Euroraum erweist sich als relativ krisenfest

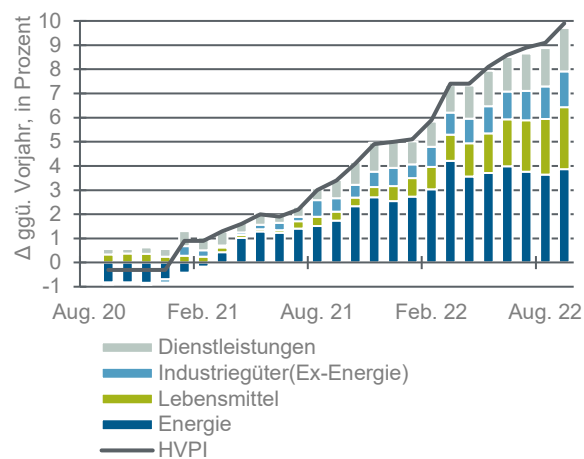


Quelle: Eurostat, KfW Research, eigene Berechnungen.

Preisentwicklung im Euroraum stärker energiepreisgetrieben

Obwohl Basis- und pandemiebedingte Sondereffekte, wie etwa die temporäre Reduktion der MwSt.-Sätze in Deutschland zu Beginn des Jahres 2022, aus der Messung gefallen sind, sind die Verbraucherpreise in den vergangenen Monaten auf immer neue Höchststände geklettert. Im September lag die Inflation im Euroraum mit 9,9 % bei dem höchsten jemals gemessenen Wert seit Bestehen der Währungsunion. Dies ist maßgeblich auf den Anstieg der Energiepreise, darunter vor allem Gas und Öl, ab dem zweiten Halbjahr 2021 zurückzuführen. Die dem Kriegsausbruch in der Ukraine geschuldete (politische und wirtschaftliche) Unsicherheit haben die Preise zudem weiter steigen lassen. Dies gilt gleichermaßen für Nahrungsmittel, deren Preise in den vergangenen sechs Monaten ebenfalls überdurchschnittlich stark angestiegen sind. Die hier aufgeführten Faktoren haben vor allem die Gesamtrate ansteigen lassen. Hingegen lag die Kernrate mit 4,8 % im September deutlich darunter.

Graphik 9: Energiepreise sind der Haupttreiber der Inflation



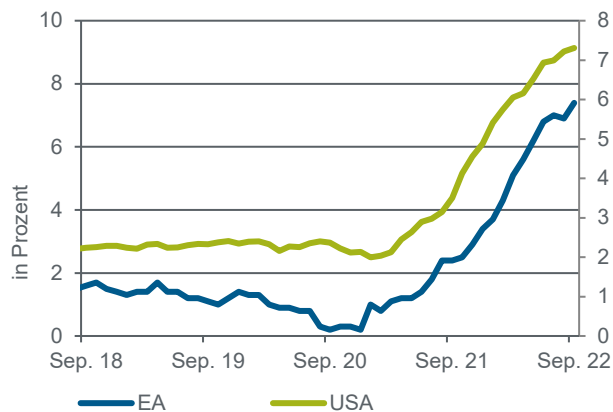
Quelle: Eurostat, KfW Research, eigene Berechnungen.

Dies ist einer der Hauptunterschiede zu den USA, wo Gesamtrate und Kernrate relativ im Gleichschritt angestiegen sind und der Preisdruck auch aus den Kernkomponenten des Verbraucherpreisindex kommt. Ein weiterer Grund für die niedrigere Kernrate in der Eurozone ist sicherlich auch, dass die Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum anders als jenseits des Atlantiks nicht in den Verbraucherpreisen erfasst werden. In den USA steht dieser Posten hingegen für knapp ein Viertel des Warenkorbs und wies im September eine Preissteigerung in Höhe von 6,7 % im Vergleich zum Vorjahr aus.

Die niedrige Kernrate im Vergleich zu den USA bedeutet allerdings keine Entwarnung, denn ...

Aus der im Vergleich zu den USA niedrigen Kerninflationrate auf eine Entwarnung für die EZB zu schließen wäre allerdings leichtsinnig. Denn auch im Euroraum ist die Kerninflationrate mittlerweile so hoch wie nie zuvor seit Bestehen der Währungsunion. Zudem ist sie mehr als doppelt so hoch wie im langjährigen Durchschnitt vor der Pandemie. Zusätzlich zeigt ein alternatives Maß für die Kerninflationrate (trimmed-mean Inflationrate), dass die Dynamik des Anstiegs der Inflationsrate im Euroraum der in den USA ähnelt und der Abstand deutlich geringer ausfällt.

Graphik 10: Inflationstrends in EA und USA ähnlich



Quelle: EZB Statistical Data Warehouse, 15 %-trimmed mean HVPI; Cleveland Fed, 16 %-trimmed mean CPI, KfW Research, eigene Berechnungen.

Die monatliche Geschwindigkeit des Anstiegs (doppelte Veränderung des Preisindex) liegt im Euroraum aktuell sogar deutlich über den USA, wo sie zuletzt stagniert. Dies spricht dafür, dass der Inflationsdruck sich deutlich verbreitert hat und in den kommenden Monaten auch weiter zunehmen dürfte.

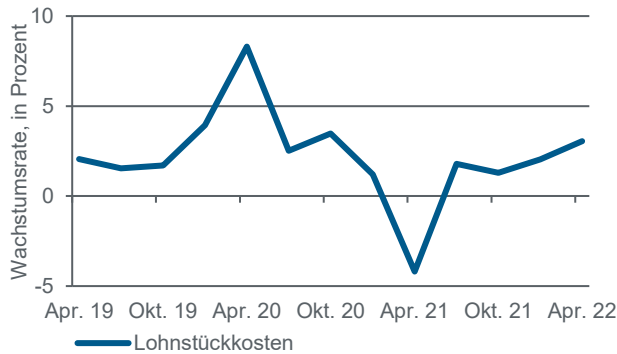
Wichtig ist es daher, dass die EZB nicht durch die energiepreisbedingt hohe Gesamtrate hindurchsieht. Zwar liegt insbesondere im weiteren Verlauf des Ukraine-Kriegs ein gewichtiges Aufwärtsrisiko für die Energiepreisentwicklung und damit für die Gesamtinflationrate. Gerade mit Blick auf die Herbst-/ Wintermonate 2022 ist mit einem weiteren Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise zu rechnen. Allerdings nivelliert sich dieser Effekt auf kurz oder lang, sodass der Beitrag der Energiepreis-inflation zur Gesamtrate bis Jahresende 2023 zurückgehen wird oder sogar negativ werden könnte.

Wir halten es daher für wahrscheinlich, dass die Gesamtinflationrate ab Mitte des kommenden Jahres sogar unter die Kernrate fallen dürfte. Eine stabil hochbleibende Kernrate ist besonders dann wahrscheinlich, wenn die Lieferengpässe andauern, die Inflationserwartungen hoch bleiben und sich die Gewerkschaften bei höheren Tarifabschlüssen durchsetzen. Letzteres Szenario und das dadurch erhöhte Risiko einer Lohn-Preis-Spirale erscheinen im Vergleich mit den vergangenen zehn Jahren als nicht mehr unwahrscheinlich.

... beim Lohnwachstum besteht potenzieller Nachholbedarf

Die Gründe für ein in den kommenden Jahren stärkeres Lohnwachstum liegen einerseits an den hohen Inflationsraten selbst. In der Vergangenheit gab es einen positiven Zusammenhang zwischen hohen Inflationsraten und höheren Tarifabschlüssen. Dies bedeutete höhere und häufigere Lohnanpassungen⁴. Gleichzeitig deuten die Arbeitsmarkterholung und der Fachkräftemangel darauf hin, dass sich in den kommenden Jahren die Verhandlungsposition der Arbeitnehmer verbessern dürfte.⁵ Ein weiterer Aspekt sind geplante oder bereits beschlossene Lohnanhebungen, vor allem im Niedriglohnbereich einiger Mitgliedstaaten. Zwar dürfte der direkte Effekt auf die aggregierte Lohnsumme klein ausfallen⁶. Allerdings dürften die Mindestloohnerhöhungen auch einen Effekt auf das aggregierte Lohnwachstum in Deutschland und anderen Mitgliedstaaten des Euroraums haben⁷. Der SVR beziffert den zusätzlichen Impuls der hier dargestellten Effekte auf die Kerninflationrate im Euroraum mit 0,1 Prozentpunkten und 0,3 Prozentpunkten im Jahr 2022 beziehungsweise 2023⁸.

Grafik 11: Entwicklung Arbeitskosten



Quelle: EZB, KfW Research, eigene Berechnungen.

Gegen ein deutlich anziehendes Lohnwachstum relativ zum historischen Durchschnitt spricht allerdings die strukturelle Schwäche des Arbeitsmarkts in Südeuropa. Zudem dürfte die wirtschaftliche Abkühlung im kommenden Jahr die Lohnanpassungen im Rahmen halten.

Die EZB ist rückblickend zu spät umgeschwenkt ...

Welche Folgen ergeben sich daraus für die aktuelle und die zukünftige Geldpolitik der EZB? Anders als die Fed konnte sich die EZB im Frühjahr dieses Jahres nur zu zaghaften Schritten, etwa der Einstellung ihres Pandemienotfallprogramms (PEPP) Ende März 2022, durchringen. Vor dem Hintergrund des Ukraine-Kriegs galt vor allem im März noch die Devisenpolitik, flexibel und mit möglichst viel Handlungsspielraum einem möglichen konjunkturellen Einbruch entgegenzuwirken. Rückblickend war dies zu spät, gegeben die hohe Unsicherheit, der die EZB ausgesetzt war, hätte es aber auch anders kommen können. Letztlich haben die Schwere des Inflationsdrucks seitens der Energie- und Lebensmittelpreise, verstärkt durch weiter bestehende Lieferkettenprobleme in China, ein Umsteuern der EZB ab Juni 2022 allerdings unausweichlich gemacht⁹.

Seitdem wurden die Nettokäufe im Ankaufprogramm (APP) eingestellt (Anfang Juli 2022) und die Leitzinsen in der Juli- und September-Sitzung des EZB-Rats um 50 BP beziehungsweise 75 BP angehoben¹⁰. Um dem Risiko auf hohem Niveau verharrender oder noch höher ausfallender Inflationsaussichten Rechnung zu tragen, dürften im Oktober und Dezember 2022 zwei weitere Zinsschritte von 50 BP oder 75 BP folgen. Bis Jahresende dürften die Leitzinsen im Euroraum dann noch auf ungefähr zwei Prozent oder leicht darüber ansteigen.

... und dürfte die Zinsen daher deutlich weniger stark anheben als die Fed

Trotz der zu erwartenden weiteren raschen Anhebung der EZB-Leitzinsen in den kommenden Monaten, dürften die Zinserhöhungen im Euroraum im Vergleich zur Fed im Rahmen bleiben und irgendwo zwischen 2 % und 2,5 % zum Halten kommen. Dies liegt an einem im Vergleich zur Fed späteren Umlenken in der Geldpolitik, in Verbindung mit den derzeitigen globalen Entwicklungen: Infolge des Abschwächens des weltweiten Wachstums nach der Pandemieerholung und den negativen Impulsen des Ukraine-Kriegs, kann die EZB im kommenden Jahr die Zinsen nicht mehr deutlich anheben, ohne eine Rezession im Euroraum in Kauf zu nehmen. Mit Blick auf ihr konjunkturellen Sorgen übergeordnetes Preisstabilitätsmandat bringt dies die EZB in einen Konflikt.

Dies liegt vor allem an der besonderen Konstruktion der Währungsunion, für deren Existenz die EZB qua Amt eine Mitverantwortung hat. Ein Herauslaufen der Peripheriespreads gegenüber dem Bund, die deutlich über das aktuelle Maß von rund 200–250 BP (Italien) hinausginge, dürfte die EZB vor neue Herausforderungen stellen. Dies begrenzt das Zinserhöhungspotenzial von vorne rein und birgt das Risiko, den Erhöhungszyklus vorzeitig zu beenden. Zwar lässt sich kurzfristig über die Reinvestitionspolitik der Tilgungsbeiträge aus dem PEPP, die bis Ende 2024 angelegt werden sollen, gegensteuern. Zudem hat die EZB in ihrer Juli-Sitzung mit dem TPI („Anti-Fragmentierungstool“) ein neues Instrument beschlossen, was auch in einem Umfeld steigender Zinsen angemessene Finanzierungsbedingungen und eine gleichmäßige Transmission der Geldpolitik in alle Mitgliedstaaten sicherstellen soll¹¹. Zudem stellt sich die Frage, wie mit dem Rest, der seit 2015 angehäuften (Staats-)anleihen auf der EZB-Bilanz umzugehen ist und sich dies in Einklang mit dem oben beschriebenen Zielkonflikt bringen lässt. Anders als die Fed hat sich die EZB zu dieser Debatte öffentlich noch nicht geäußert und keinen klaren Abbaupfad einer Bilanznormalisierung vorgelegt.

Fazit: Es bleiben zwei Notenbanken und ein Problem

Im Vergleich zur Fed gab es einerseits gute Gründe, dass die EZB zögerlicher in die geldpolitische Normalisierung hinein geht. Ein Grund ist die unterschiedliche wirtschaftliche Ausgangslage. Vor allem der russische Angriffskrieg auf die Ukraine hat die bereits hohe wirtschaftliche Unsicherheit nochmals erhöht. Andererseits stimmt es rückblickend aber auch, dass beide Notenbanken insgesamt zu spät reagiert und zu lange am Krisenmodus festgehalten haben. Dies liegt einerseits an der systematischen Unterschätzung der Inflationsrate – ein Fehler der zur Ehrenrettung der Notenbanken aber auch anderen Institutionen und Prognostikern unterlaufen ist. Zudem haben sich beide Notenbanken in den vergangenen zwei Jahren einer Strategierevision unterzogen, die von ihrer Ausrichtung tendenziell den Kampf gegen niedrige Inflationsraten begünstigen.

Weiche Landung wird zunehmend unwahrscheinlich

Unter diesen Gesichtspunkten wird die „weiche Landung“ infolge des notwendigen Erhöhungszyklus in beiden Währungsräumen zum Drahtseilakt für die jeweilige Notenbank. Während die Fed ihrem aggressiven Umschwung in der Zinspolitik eine klare und eindeutige Kommunikation – etwa auch zur Bilanznormalisierung – zur Seite stellt, sind im Euroraum noch einige Fragen offen (Bilanzabbau) bzw. man hofft sie nie beantworten zu müssen (Anti-Fragmentierungs-Tool).

Die späte geldpolitische Wende der zwei Notenbanken bei weiterhin sehr hohen Inflationsraten erfordert ein jetzt umso entschlosseneres Handeln. Die Fed scheint derzeit um jeden Preis gewillt zu sein, den Preissteigerungen Herr zu werden. Die Gefahr einer durch die geldpolitische Straffung hervorgerufenen Rezession wird offenen Auges in Kauf genommen. Die Fed-Prognosen deuten darauf hin, dass selbst die Währungshüter aus Washington eine sanfte Landung zunehmend für unwahrscheinlich halten. Die EZB hat die Kehrtwende später und zögerlicher eingeleitet als die US-Notenbank. Das Zeitfenster für deutliche Zinsschritte zur Inflationsbekämpfung

scheint daher aufgrund der sich abzeichnenden konjunkturellen Abkühlung in der Eurozone deutlich verkleinert. Die EZB befindet sich in einer schwierigen Lage und ob sie ihren

weiteren Kurs konsequent durchziehen kann, erscheint – obwohl die EZB im Vergleich zur Fed lediglich das Mandat der Preisstabilität verfolgt – weniger eindeutig.

¹ Vgl. Schnabel, I. (2022, 11. Mai): The globalisation of inflation [Rede], EZB

² Vgl. EZB (2022, 8. September): Combined monetary policy decisions and statement

³ Vgl. SVR (2022): Aktualisierte Konjunkturprognose 2022 und 2023, Kasten 3, S. 39

⁴ Vgl. SVR (2022): Aktualisierte Konjunkturprognose 2022 und 2023, Abbildung 11, Kasten 2, S. 26

⁵ Vgl. Herold, J. G. (2021): Drohen höhere Zinsen und Inflation? Ein langfristiger Blickwinkel über die Pandemie hinaus, Fokus Volkswirtschaft Nr. 336, KfW Research

⁶ Vgl. Deutsche Bundesbank (2022): Monatsbericht Februar 2022, 74(2)

⁷ Vgl. Koester, G. und D. Wittekopf (2022): Minimum wages and their role for euro area wage growth, in EZB (Hrsg.), Economic Bulletin (3), S. 44–49

⁸ Vgl. SVR (2022): Aktualisierte Konjunkturprognose 2022 und 2023, Kasten 2, S. 25–26

⁹ Vgl. EZB (2022, 9. Juni): Combined monetary policy decisions and statement

¹⁰ Vgl. EZB (2022, 21. Juli): Combined monetary policy decisions and statement; EZB (2022, 08. September): Combined monetary policy decisions and statement

¹¹ Vgl. EZB (2022, 21. Juli): The Transmission Protection Instrument, Press Release; Lagarde, C. (2022, 28. Juni), Price stability and policy transmission in the euro area [Rede], EZB