

US-Inflation auf Kurs Richtung Zielwert

30. November 2023

- Die Inflationsrate in den USA sinkt bereits seit mehreren Monaten, ist aber noch auf zu hohem Niveau.
- Ein Blick auf die vier wichtigsten Komponenten der Inflation und deren zu erwartende Entwicklung stimmt zuversichtlich, dass in den kommenden Monaten ein weiterer Rückgang sowie eine Stabilisierung der Gesamtinflation auf den Vor-Pandemie-Niveaus relativ wahrscheinlich sind.
- Für die US-Notenbank (Fed) entsteht damit Spielraum, im kommenden Jahr mit Leitzinssenkungen zu beginnen. Allerdings ist diese Erwartung an den Finanzmärkten bereits zu einem grossen Teil eskomptiert.

Björn Eberhardt, Leiter Investment Office
Brian Mandt, Chefökonom

Den US-Inflationszahlen kommt derzeit eine besonders hohe Aufmerksamkeit an den Finanzmärkten zu. Das liess sich vor kurzem wieder bestens beobachten: die Oktober-Inflationsrate, die nur leicht tiefer ausfiel als erwartet, löste eine starke Rally an den Aktien- und Anleihemärkten aus. Diese ungewöhnlich hohe Bedeutung einzelner Datenpunkte, die sich in starken Marktreaktionen manifestiert, hat mit den sich sofort anpassenden Erwartungen der Marktteilnehmer an den Pfad der Geldpolitik zu tun.

Dieses Phänomen hat die Notenbank Fed zum Teil selbst zu verantworten, denn bereits seit geraumer Zeit lässt sie die Finanzmärkte im Glauben, dass die Entwicklung des Konsumentenpreisindex (CPI) ein besonderes Gewicht in der Ausrichtung der Geldpolitik hat. Wünschenswert ist der starke Fokus der Finanzmärkte auf einzelne Datenpunkte nicht, denn hier gilt eigentlich die Devise, anstehende Anpassungen in der geldpolitischen Ausrichtung durch geschickte Kommunikation möglichst frühzeitig zu signalisieren. Das soll verhindern, zu grosse Volatilität an den Finanzmärkten aufgrund der Geldpolitik auszulösen. Momentan ist dies jedoch nicht der Fall und damit dürfte die hohe Bedeutung der US-Inflationszahlen anhalten. Aus diesem Grund legen wir kurz dar, was für einen Verlauf der Inflation wir in den kommenden Monaten erwarten. Dazu verwenden wir unser Basisszenario einer etwas langsamer wachsenden Wirtschaft im Jahr 2024, die aber nicht in eine Rezession abrutscht.

Hauptkomponenten der Inflation

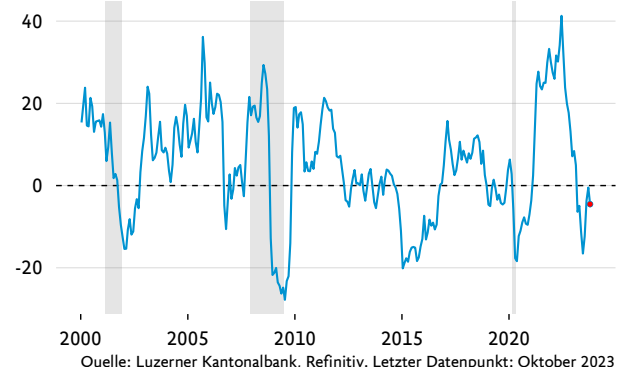
Um den Ausblick für die Inflation zu skizzieren, bietet es sich an, ihre wichtigsten Komponenten separat zu betrachten. Diese wären: (1) Energie, (2) Nahrungsmittel, (3) Güter (ohne Energie und Nahrungsmittel) und (4) Dienstleistungen (ohne Energie).

1. Energiepreise (Gewicht: 7 %)

Die Energiepreiseentwicklung hängt im Wesentlichen vom Ölpreis ab, der zum einen globale Angebots- und Nachfragevolumina und deren Veränderungen reflektiert. Zum anderen enthält er aber aufgrund der Marktmacht der OPEC+ Staaten auch eine politische Komponente. Da die OPEC+ ein Interesse an einigermassen stabilen Ölpreisen in einer groben Spanne zwischen USD 70-100 je Fass zu haben scheint und wir zudem keinen Einbruch bei der Weltwirtschaft erwarten, gehen wir davon aus, dass der Ölpreis 2024 im Mittel in der Grössenordnung des Jahres 2023 liegen wird - also bei gut USD 85 pro Fass. Uns ist bewusst, dass geopolitische Ereignisse auch sehr schnell zu stark anderen Ergebnissen führen können. Der Ölpreis ist ein sehr schwankungsreicher Preis, die Energiepreisinflation reflektiert diesen Umstand (Abbildung 1). Es liegt aber auf der Hand, dass der Beitrag der Energiepreise zur Gesamtinflation auf Basis unserer Annahme im Jahr 2024 sehr niedrig ausfallen sollte.

Abbildung 1: Energiepreisinflation

% zum Vorjahr. Graue Bereiche = US-Rezessionen.



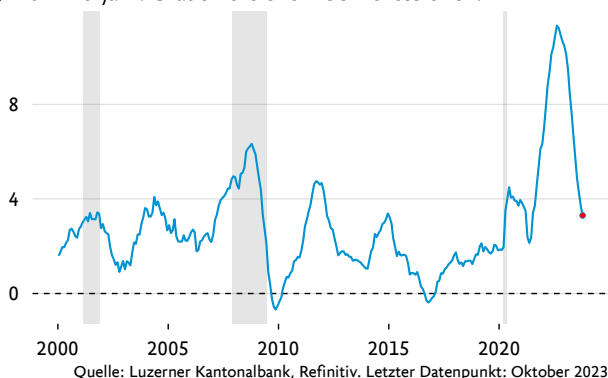
2. Lebensmittelpreise (Gewicht: 14 %)

Bei den Lebensmittelpreisen stellten die vergangenen drei Jahre seit dem Beginn der Pandemie eine extreme Ausnahme dar, vor allem im Vergleich zu den vorangegangenen 20 Jahren. Lag die Nahrungsmittelinflation von der Jahrtausendwende bis zum Q1 2020 im Mittelwert bei 2.3 %, stieg

sie danach deutlich an und lag seitdem im Schnitt bei 6.8 %. In den letzten Monaten ist sie auf 3.3 % gesunken (Abbildung 2). Der Anstieg der Inflation bei den Lebensmittelpreisen ist dabei ebenfalls ein globales Phänomen. Sie reflektiert zum Teil Faktoren wie steigende Preise bei Energie, Düngemitteln und Futter, aber auch Verwerfungen aus den Pandemiezeiten bei Lieferketten und der Nachfrage der Konsumenten. Allerdings erscheint es uns auch hier plausibel, dass sich die Inflationsrate bei Lebensmittelpreisen etwas unterhalb der aktuellen Rate stabilisieren sollte.

Abbildung 2: Lebensmittelpreise

% zum Vorjahr. Graue Bereiche = US-Rezessionen.

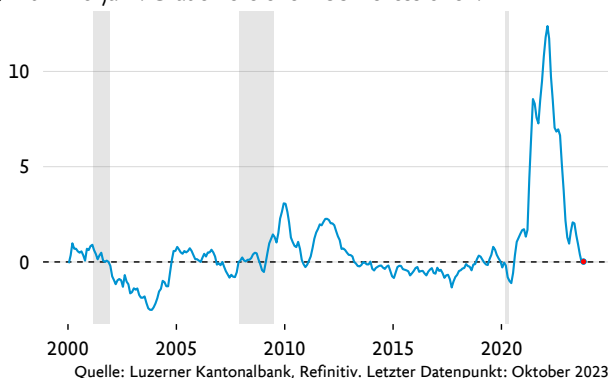


3. Güterpreise (Gewicht: 21 %)

Die Güterpreise (ohne Energie und Lebensmittel) bilden ein hervorragendes Beispiel für die Normalisierung der Wirtschaft nach den Verwerfungen der Pandemie. Zwischen 2000 und 2020 lag die Inflationsrate hier im Schnitt bei fast nicht wahrnehmbaren 0.1 %. Erst mit den Lieferkettenproblemen schnellte die Inflation in diesem Bereich auf zwischenzeitlich fast 12 % hoch, nur um genauso schnell wieder auf ihren Wert vor der Pandemie zurückzufallen.

Abbildung 3: Güterpreise (ohne Energie u. Lebensmittel)

% zum Vorjahr. Graue Bereiche = US-Rezessionen.



Interessanterweise hatten hier nicht einmal die Trump'schen Einfuhrzölle gegenüber China grosse Auswirkungen. Es kann also durchaus gefragt werden, ob die schwelenden und kaum verschwindenden Handelsstreitigkeiten zwischen den beiden Grossmächten überhaupt einen nennenswerten Einfluss auf die Güterpreis-inflation haben. Angesichts der vielen Routen, die Güterströme heute

nehmen können, würde es nicht überraschen, wenn beide Seiten in kaum veränderten Ausmass miteinander handeln, nur über mehr indirekte Wege. Hohe Güterpreis-inflation könnte also wieder ein Phänomen der Vergangenheit werden. Für 2024 erscheint uns das in jedem Fall denkbar.

4. Dienstleistungspreise (Gewicht: 58 %)

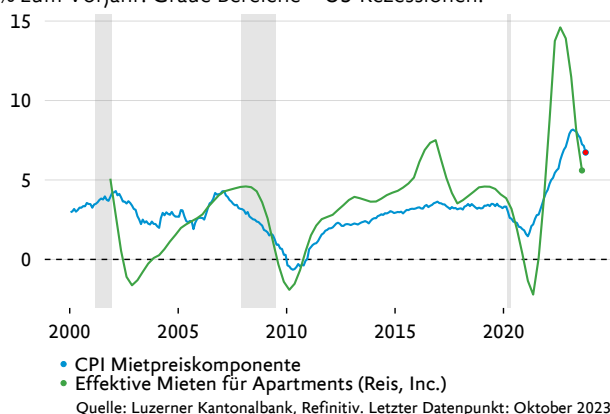
Damit verbleibt die gewichtigste Komponente der Inflation: Dienstleistungspreise (ohne Energie). Diese sind insofern der spannendste Bereich, weil hier der Einfluss der Geldpolitik am direktesten ist. Die Preise für Energie, Nahrungsmittel und (gehandelte) Güter hängen deutlich mehr von globalen Faktoren ab, Dienstleistungen hingegen werden in der Regel vor Ort erbracht und Löhne stellen den grössten Kostenblock bei ihrer Erstellung dar. Die klassische Lohn-Preise-Spirale, die Notenbanken so fürchten, droht hier am direktesten.

a) Mieten

Bei der Inflation im Dienstleistungsbereich kommt erschwerend hinzu, dass sie fast zur Hälfte aus einer - böse gesagt - «fiktiven» Komponente besteht. Dabei handelt es sich um eine Schätzung der Mieten, die Haus- bzw. Wohnungseigentümer für selbstgenutzten Wohnraum auf dem Markt zahlen würden. Diese orientiert sich an der Entwicklung der Mieten von vergleichbaren Wohnimmobilien, nimmt aber noch einige Anpassungen vor. Fiktiv oder nicht, praktische Relevanz hat die Komponente in jedem Fall, denn sie fliesst in die Berechnung der Konsumentenpreis-inflation ein, die wiederum die Grundlage für Dinge wie z.B. die Indexierung von staatlichen Rentenzahlungen oder die Berechnung des Rückzahlungswerts von inflationsgeschützten US-Staatsanleihen ist.

Abbildung 4: CPI-Mietpreise vs. Marktmieten

% zum Vorjahr. Graue Bereiche = US-Rezessionen.



Die Entwicklung der Mietpreiskomponente lässt sich nur mit einer recht grossen Unschärfe prognostizieren. Wie Abbildung 4 zeigt, stellt beispielsweise die Entwicklung der effektiven Mieten für Apartments eine relativ gute, aber auch schwankungsreiche Annäherung dar. Mittlerweile ist die Wachstumsrate dieser Mieten immer noch positiv, aber be-

reits deutlich im Sinkflug. Ähnliches ist für die Mietpreiskomponente im Konsumentenpreisindex in den kommenden Quartalen zu erwarten. Deren Abwärtstrend dürfte jedoch langsamer erfolgen und sich über einen längeren Zeitraum hinziehen. Dabei könnten auch Veränderungen der Angebots- und Nachfragedynamik insbesondere bei Apartmentgebäuden helfen. So führten rasant steigende Eigenheimpreise zu einer zunehmenden Nachfrage nach Mietwohnungen sowie einem Anstieg bei den Mieten. Da aber auch neuer Wohnraum auf den Markt kommt und sich gleichzeitig die Immobilienpreise abschwächen, dürfte der Nachfrageüberhang künftig einen weniger grossen Treiber der Mieten darstellen.

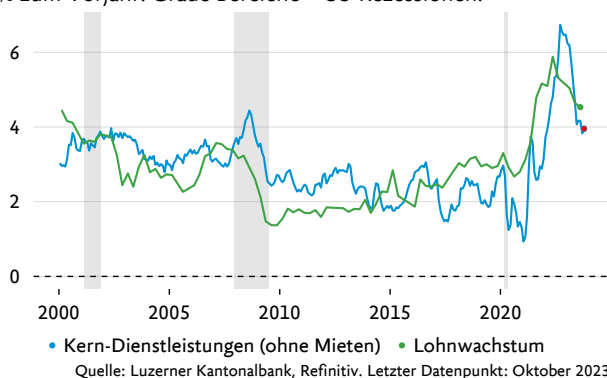
Für den Inflationsausblick ist jedoch entscheidend, dass sich das Mietpreiswachstum zwar verlangsamen dürfte, mit hoher Wahrscheinlichkeit aber positiv bleiben wird. Insofern ist auch in den kommenden Quartalen davon auszugehen, dass der Beitrag der Mieten zur Inflation im Vorjahresvergleich nur langsam von ca. 2 Prozentpunkten wieder Richtung 1 Prozentpunkt sinken wird.

b) Übrige Dienstleistungspreise

Betrachtet man die Entwicklung der übrigen Preise aus dem Bereich der Dienstleistungen, zeigt sich ebenfalls ein starker Anstieg im Zuge der Lockerungen nach der Pandemie. Mittlerweile ist die Inflationsrate wieder auf ca. 4 % gesunken, was jedoch immer noch über dem Schnitt der vorangegangenen 20 Jahre von 2.8 % liegt. Vergleicht man die Lohnentwicklung im Dienstleistungsbereich mit der Inflationsrate (siehe Abbildung 5), zeigt sich ein gewisser Zusammenhang der beiden Zeitreihen, der prinzipiell im Einklang mit der zuvor beschriebenen Rolle von Löhnen in der Preisbildung bei Dienstleistungen steht.

Abbildung 5: Inflation der Service-Preise (ohne Mieten) und Lohnwachstum im Dienstleistungssektor

% zum Vorjahr. Graue Bereiche = US-Rezessionen.



Lohnentwicklung entscheidend und auf gutem Weg

Fokussiert man nur auf die Löhne als einen der bedeutendsten Treiber der Inflation im Dienstleistungsbereich, so ist auch hier die Wachstumsrate im langfristigen Vergleich noch erhöht. Die aber bereits laufende Abschwächung am Arbeitsmarkt, die sich u.a. in einer allmählich steigenden Ar-

beitslosenquote manifestiert, sollte aber in den kommenden Monaten dazu führen, dass sich auch das Lohnwachstum wieder auf den etwas tieferen Niveaus aus den Jahren vor der Pandemie einpendelt. So lag die Arbeitslosenquote auch ab dem Frühjahr 2018 unter 4 % bei einem Lohnwachstum von ca. 3 % und mittlerweile auch wieder vergleichbarer Beschäftigungsquote. Die Fed scheint in dieser Hinsicht auf gutem Weg zu sein, Lohnwachstum und damit indirekt die Inflation der Dienstleistungspreise wieder auf Raten zurückzubringen, die mit dem Ziel von Preisstabilität (d.h. einer Inflationsrate von ca. 2 %) im Einklang stehen.

Fazit: Inflation im Abwärtstrend verschafft Fed Luft

Nimmt man den Ausblick der Komponenten zusammen, so zeigt sich, dass es vor allem die Dienstleistungspreise sind, die die US-Inflationsrate derzeit noch erhöht halten. Es gibt aber gute Gründe zu erwarten, dass sich in den kommenden Quartalen ein weiterer Rückgang der Inflationsrate in diesem Bereich zeigen sollte, der dann auch die Gesamtinflationsrate weiter sinken lässt. Dieser Prozess wird noch einige Zeit brauchen, aber wenn man einmal von unerwarteten makroökonomischen Schocks absieht, dann dürfte die Inflation gegen Ende 2024 wohl wieder näher an 2 % liegen als an 3 %. Wir erwarteten derzeit eine Jahres-Durchschnitts-Inflation von 2.7 % für 2024, mit höheren Raten im 1. Halbjahr und tieferen im 2. Halbjahr. Im Jahr 2025 dürfte aus heutiger Sicht das Inflationsziel wieder weitgehend erreicht werden.

Für die Fed würde so ein Trend rückläufiger Inflation Spielraum für erste Zinssenkungen schaffen. Das setzt allerdings voraus, dass sich auch die Konjunktur etwas abschwächt, was sich in leicht steigender Arbeitslosigkeit und sinkendem Lohnwachstum zeigen würde. Fehlen diese Voraussetzungen, müsste die Nachhaltigkeit des Inflationsrückgangs eher hinterfragt werden. Zinssenkungen würden dann das Risiko einer erneuten Überhitzung der Wirtschaft erhöhen, weshalb die Notenbank davon abgehalten werden könnte. Allerdings deuten zahlreiche Indikatoren darauf hin, dass sich die Konjunktur derzeit etwas abkühlt, weshalb wir in unserem Basisszenario auch erste Zinssenkungen für 2024 erwarten. Die Finanzmärkte scheinen derzeit sogar noch optimistischer zu sein, was den Inflationsrückgang und das Ausmass an Leitzinssenkungen seitens der Fed angeht. Zu viel Euphorie halten wir jedoch noch für verfrüht: ja, das Bild und die Richtung stimmen, beim Tempo des Inflationsrückgangs und entsprechend dem Spielraum für Zinssenkungen der Fed sind wir jedoch etwas vorsichtiger.