

# Die W&P Current Perspectives: US-Inflation droht auf hohem Niveau zu stagnieren

Die Fortschritte bei der Bekämpfung der US-Inflation sind in letzter Zeit erheblich ins Stocken geraten. Eine detaillierte Analyse zeigt, dass der Preis eines breiten Waren- und Dienstleistungskorbs nahezu ungehindert weiter ansteigt. Damit droht sich die Inflationsrate auf einem hohen Niveau festzusetzen. // Johannes von Mandach & Carla Ganzoni

Nach dem deutlichen Rückgang der Inflationsraten im vergangenen Herbst waren sich zahlreiche Ökonomen und Marktbeobachter einig: Der Kampf gegen die Inflation ist gewonnen und eine zeitnahe Rückführung in das Zielband der Notenbanken gesichert. Deshalb, so der Konsens, stünden deutliche Leitzinssenkungen in den nächsten Monaten bevor. Vor dem Hintergrund dieser optimistischen Einschätzung legten die Aktienmärkte zu Jahresende massiv zu und die langfristigen Kapitalmarktzinsen sanken spürbar.

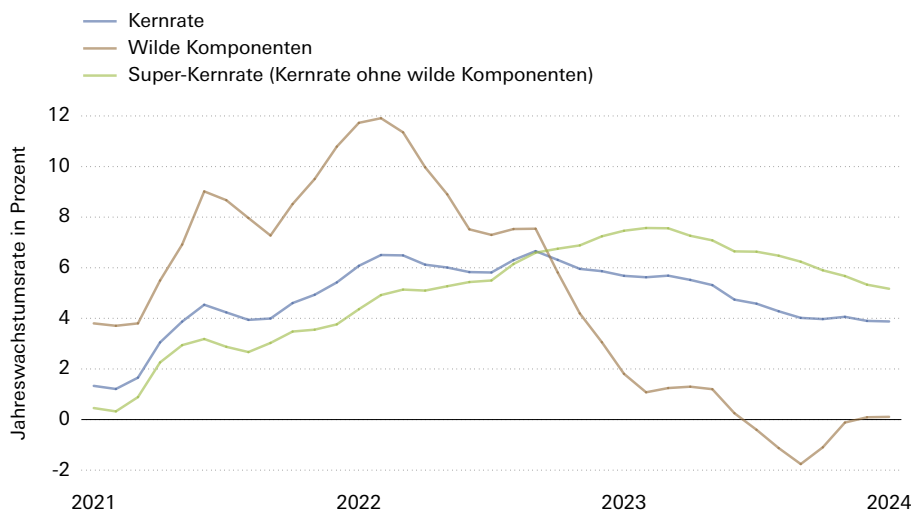
Wie sich nun zeigt, war diese Freude voreilig. In vielen Ländern haben sich die Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung seither verlangsamt oder sind ganz ausgeblieben. Dies trifft insbesondere auf die USA

zu, wo die Wirtschaft weiterhin kräftig und deutlich über ihrem langfristigen Trend wächst. So ist die Kernrate der Inflation, welche die volatilen und für eine Zentralbank nicht kontrollierbaren Preise für Nahrungsmittel und Energie ausklammert, in den USA von Oktober 2023 bis Januar 2024 lediglich von 4.0 auf 3.9 Prozent gesunken. Unsere Analyse zeigt, dass sich der Kampf gegen die Inflation noch deutlich länger hinausziehen dürfte, als gemeinhin angenommen.

### Ursprung der Inflationswelle

Um diese aktuelle Entwicklung einordnen und verstehen zu können, ist es sinnvoll, einen Blick zurückzu-

### Kerninflation in den USA und ihre Komponenten



Die Grafik zeigt die Kernrate der Inflation in den USA und ihre beiden Komponenten, wilde Rate und Super-Kernrate, seit Januar 2021. Seit Februar 2022 ist die wilde Rate, die aus denjenigen Gütern und Dienstleistungen besteht, die ursprünglich die Inflationswelle ausgelöst hatten, gesunken und bewegt sich seit Oktober 2022 unter der Super-Kernrate. Letztere hat damit die wilde Rate seither als Treiber der Kerninflation abgelöst.

Quelle: U.S. Bureau of Labor Statistics, Wellershoff & Partners

werfen. Ausgelöst wurde die Inflationswelle vor etwa drei Jahren während der Covid-Krise. In dieser Zeit hat sich das Konsumverhalten vieler Menschen grundlegend verändert. Insbesondere gesellschaftliche Ereignisse, wie der Besuch von Konzerten oder Restaurants, wurden staatlich eingeschränkt oder auf freiwilliger Basis reduziert. Dafür lohnte es sich aber beispielsweise in bequemere Bürostühle für das Home-Office zu investieren oder sich durch einen Online-Kurs dem Erlernen einer Fremdsprache zu widmen. Der Konsum wurde zudem in vielen Ländern durch grosszügige staatliche Unterstützungsmassnahmen angeregt. Dementsprechend stieg die Nachfrage nach bestimmten Gütern und Dienstleistungen deutlich über das übliche Niveau und damit über die vorhandenen Produktionskapazitäten, was für diese Waren einen massiven Preisanstieg zur Folge hatte. Als die Menschen anschliessend begannen, ihre Inflationserwartungen nach oben anzupassen und eine Kompensation für die teilweise gestiegenen Preise bei ihren Arbeitgebern einzufordern, gewann die Inflation über die punktuell gestiegenen Preise hinaus an Breite.

### Differenzierung der Inflationstreiber

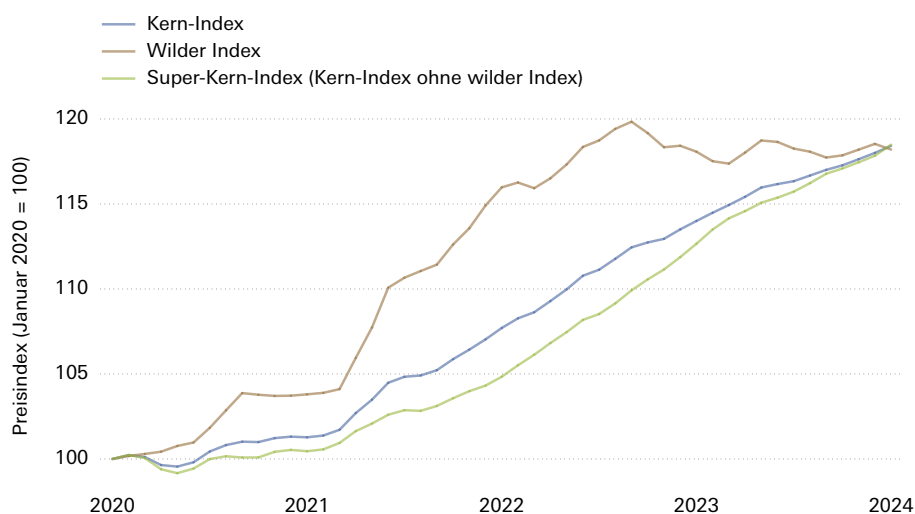
Um die verschiedenen Treiber der Preisentwicklung zu veranschaulichen, haben wir die US-Kerninflation in zwei Komponenten aufgeteilt. Die Güter und Dienst-

leistungen, deren Preise zwischenzeitlich um das Zweifache oder mehr als die Kernrate angestiegen sind und somit den Ursprung der Inflationswelle repräsentieren, haben wir in der «wilden Rate» zusammengefasst. Alle anderen Güter und Dienstleistungen der Kernrate, die die breite Inflationsentwicklung repräsentieren, halten wir in einer «Super-Kernrate» fest.

Beim Blick auf die Jahreswachstumsraten der beiden Komponenten fallen verschiedene Entwicklungen besonders auf. Fürs Erste zeigt sich, dass die Wachstumsrate der wilden Komponente im Jahr 2021 rasch und stark zulegte, während die Super-Kernrate erst mit etwas Verzögerung anstieg und einen deutlich tieferen Höhepunkt erreichte als die wilde Rate. Das ist an sich wenig überraschend, da in der wilden Rate per Definition die Güter und Dienstleistungen vereint sind, deren Preise während der Pandemie besonders stark angestiegen sind. Interessant ist aber, dass das Wachstum der wilden Rate bereits seit Februar 2022 fällt und seit Oktober 2022 unter der Super-Kernrate liegt.

Die Betrachtung der Preisentwicklung in Niveaus verdeutlicht den Grund dafür. Dabei wird klar, dass die Preise der wilden Komponente zwischen Anfang 2020 und Mitte 2022 stark angestiegen sind, seither jedoch stagnieren. Oder anders ausgedrückt: Von den Gütern und Dienstleistungen, die während der Pandemie besonders stark nachgefragt wurden, geht seit September 2022

### Niveau der US-Konsumentenpreise



Die Grafik zeigt das Niveau des Kern-Index, des wilden Index sowie des Super-Kern-Index seit Januar 2020. Das Preisniveau der Güter und Dienstleistungen der Super-Kernrate hat jüngst jenes der wilden Rate erreicht. Letztere folgt seit Oktober 2022 einem Seitwärtstrend, während der Super-Kern-Index bis zuletzt keine nachhaltige Abschwächung gezeigt hat.

Quelle: U.S. Bureau of Labor Statistics, Wellershoff & Partners

---

kein Druck zu höheren Preisen mehr aus. Im Gegenteil, sie wirken sich dämpfend auf die gesamte Kerninflationsrate aus und sind wesentlich für deren spürbaren Rückgang im Jahr 2023 verantwortlich.

#### **«Super-Kernrate» als Treiber**

Der Treiber hinter der hohen Inflationsrate ist seit einiger Zeit die Super-Kernrate. Das ist insbesondere aus zwei Gründen besorgniserregend. Einerseits, weil die Super-Kernrate aus einem breiten Korb an Gütern und Dienstleistungen besteht und damit einen in der Volkswirtschaft stark verankerten Druck hin zu höheren Preisen repräsentiert. Es sind also, im Unterschied zum Beginn der Inflationswelle, nicht mehr einzelne Waren, deren Anstieg sich durch eine Übernachfrage und vorübergehende Lieferengpässe erklären lässt. Es handelt sich auch nicht um kurzzeitig angestiegene Energiepreise aufgrund von geopolitischen Konflikten, da diese Preise per se nicht in der Kerninflation enthalten sind. Andererseits ist dies besorgniserregend, weil die Super-Kernrate in den letzten Monaten keinen sichtbaren Abschwächungstrend aufwies. In den letzten drei Monaten ist die Super-Kernrate durchschnittlich um 0.4 Prozent angestiegen, was einer annualisierten

Zunahme von 4.8 Prozent entspricht. Im Quartal zuvor war der Anstieg praktisch identisch.

Verharrt die Preisentwicklung der Güter und Dienstleistungen der Super-Kernrate auf diesem Niveau und steigen die Preise der wilden Komponente weiterhin nicht an, würde die gesamte Kernrate in den nächsten Monaten bei einem Wert von 3.8 Prozent stagnieren. Das wäre im Vergleich zur aktuellen Kernrate von 3.9 Prozent nur noch ein minimaler Fortschritt. Hinzu kommt, dass die Preise der Super-Kernrate mittlerweile das Niveau der wilden Rate erreicht haben. Der starke Preisanstieg während der Pandemie scheint somit kompensiert. Es ist deshalb anzunehmen, dass die Preisentwicklung der wilden Komponente allmählich wieder ihren langfristigen, positiven Trend aufnimmt. In einem solchen Szenario würde die Kerninflation in den nächsten Monaten gar wieder anstiegen.

In jedem Fall scheinen die derzeitigen Markterwartungen an den weiteren Inflationsrückgang und anstehende Leitzinssenkungen vor dem Hintergrund der ungebremsten Preisentwicklung der Super-Kernrate zu optimistisch. Wir müssen uns eher auf einen steinigen Weg mit nur wenigen Fortschritten einstellen und damit auf eine längere Zeit mit erhöhten Inflationsraten.

---

## Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde durch Wellershoff & Partners Ltd. zusammengestellt und veröffentlicht. Sie dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung, zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen können zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Der Termin- und Optionenhandel ist mit Risiken behaftet. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Wir können nicht auf Ihre persönlichen Anlageziele, finanzielle Situation und Bedürfnisse im Rahmen dieser Publikation eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in dieser Publikation erwähnten Produkte Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Dokument darf ohne vorherige Einwilligung von Wellershoff & Partners Ltd. weder reproduziert noch vervielfältigt werden. Wellershoff & Partners Ltd. untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation an Dritte. Wellershoff & Partners Ltd. ist nicht haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieser Publikation resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.

## Impressum

Herausgegeben von // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich  
Autoren // Johannes von Mandach & Carla Ganzoni  
Konzeption // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich  
Gestaltung // Feinmass Kommunikationsdesign, Luzern

Die W&P Current Perspectives erscheinen in deutscher Sprache.  
Redaktionsschluss: 26. Februar 2024