

Quo vadis, Inflation?

Die Inflation war bisher ein globales Phänomen. Lieferketten- und Nachfrageschocks im Zusammenhang mit Covid und der anschließenden Wiedereröffnung trieben die Konsumgüterpreise in die Höhe. Das Ausmaß des Covid-Konjunkturprogramms in den USA war weitaus größer als das nach der globalen Finanzkrise. Reibungen auf dem Arbeitsmarkt in einigen Volkswirtschaften trieben die Inflation im Dienstleistungssektor in die Höhe. Nach der russischen Invasion in der Ukraine zogen die Rohstoffpreise an. Diese Schocks lagen außerhalb der historischen Erfahrungen, was die Analyse erschwert. Außerdem ist die Inflationsdynamik in den einzelnen Regionen sehr unterschiedlich.

In den USA hat der Inflationsdruck seinen Höhepunkt erreicht. Sinkende Benzinpreise haben die Gesamtinflation seit Juni gedämpft. Die Lebensmittelpreise scheinen sich nach einem Rückgang der Rohstoffpreise zu verlangsamen. Und innerhalb der Kerninflation liegt die Kerninflation bei Gütern nun bei weniger als der Hälfte des Höchststandes von 12,4 % im Februar. Wir gehen davon aus, dass die Wareninflation weiter zurückgehen wird, wenn die Autonachfrage nachlässt und die Angebotsprobleme nachlassen. Gleichzeitig hat sich jedoch die Kerninflation bei den Dienstleistungen erhöht, insbesondere bei der Inflation für Wohnungen. Derzeit sind wir jedoch der Ansicht, dass die Anfälligkeit der Dienstleistungsinflation auf Verzögerungen im Vergleich zu den Fundamentaldaten der Realwirtschaft und bei der Messung von Komponenten wie der Miete zurückzuführen ist. Unsere Prognose geht von einem deutlichen Rückgang der Inflation im Jahr 2023 aus. Da sich der Arbeitsmarkt erholt und die Zahl der Beschäftigten außerhalb der Landwirtschaft nur noch halb so hoch ist wie in der ersten Jahreshälfte, dürfte die Dienstleistungsinflation zurückgehen.

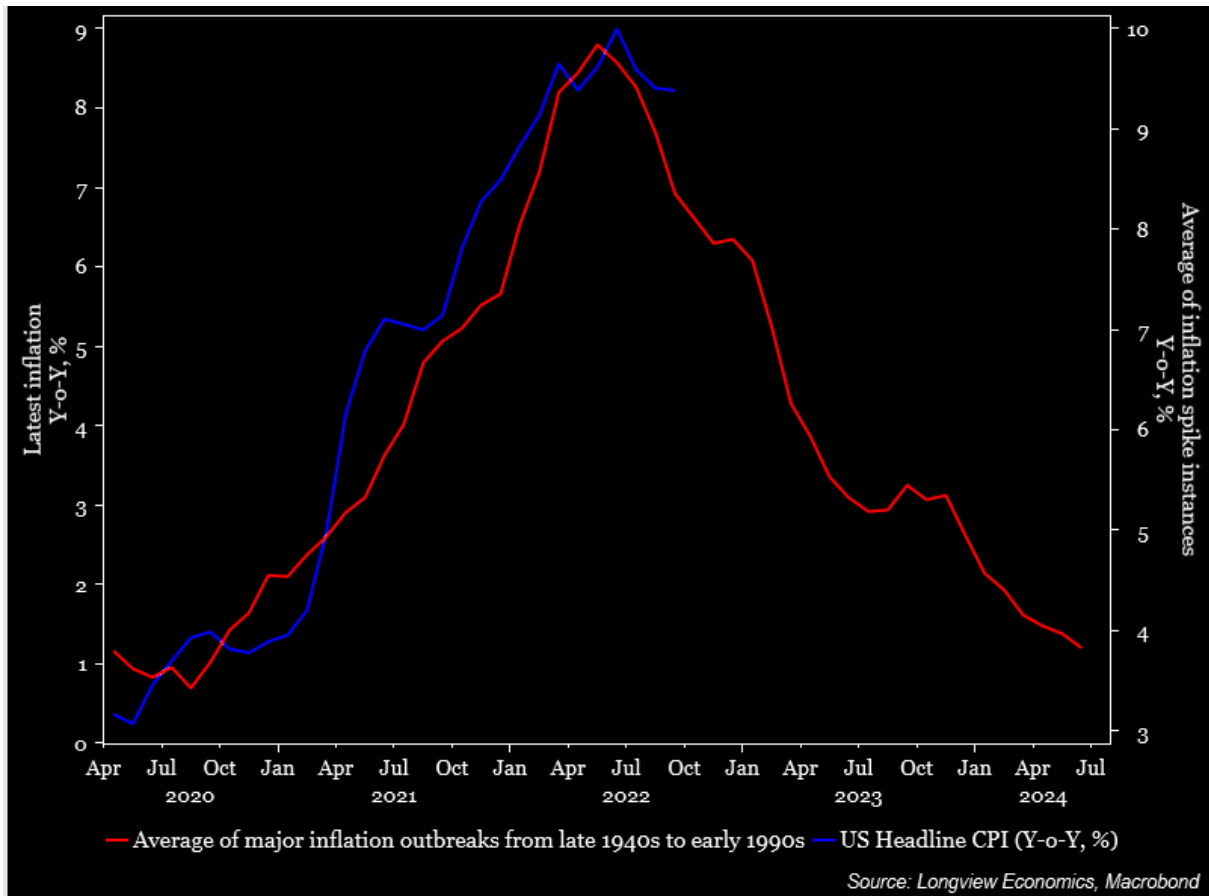


Im Euroraum erwarten wir einen etwas späteren Höhepunkt der Inflation, aber einen ähnlichen Rückgang. Die Deckelung der Energiepreise, niedrigere Rohstoffpreise und die zyklischen Auswirkungen einer Rezession deuten alle in diese Richtung. Im Vereinigten Königreich könnte eine Normalisierung der Inflation angesichts der Politik im Zusammenhang mit den Energiepreisstützungen etwas länger dauern, aber wir gehen davon aus, dass ein Nachfragerückgang dazu beitragen wird, die Bedenken hinsichtlich der Kerninflation und angesichts der prognostizierten Rezession in diesem Land zu zerstreuen.

Natürlich könnten wir uns irren, und die Inflation könnte weiterhin positiv überraschen. Erstens könnte ein deutlicher Anstieg der Rohstoffpreise die Gesamtinflation erneut in die Höhe treiben und sich stärker als erwartet auf die Kerninflation auswirken. Dieser Anstieg könnte durch eine unerwartet starke Wiederbelebung der chinesischen Wirtschaft oder eine neue Welle geopolitischer Bedenken ausgelöst werden. Wir gehen von einem moderaten Anstieg der Ölpreise aus, da das Angebot auf diesem Markt kaum mit der Nachfrage Schritt halten kann - ein nichtlinearer Anstieg ist also durchaus möglich.

Ein zweites Risiko ist die Steuerpolitik. Energiepreisstützungen in Europa und Lateinamerika (insbesondere die brasilianischen Kraftstoffsteuerstützungen) könnten zu Inflationsschwankungen führen, wenn größere Subventionen gewährt werden, ein Risiko, das im Vereinigten Königreich aufgetreten ist. Die globalen Rohstoffpreise, der Zustand der globalen Versorgungsketten und die Indikatoren für die Verbrauchernachfrage und die Preissetzungsmacht der Unternehmen werden weiterhin eine wichtige Rolle spielen, falls sich die Risiken für unsere Prognose bewahrheiten.

Die globale Gesamtinflation hat ihren Höhepunkt bereits überschritten, was auf die niedrigeren Energiepreise zurückzuführen ist. Wir gehen davon aus, dass sich der disinflationäre Druck durch niedrigere Rohstoffpreise und eine weitere Normalisierung der Lieferketten verstärken wird. Was die Kerninflation anbelangt, so gehen wir davon aus, dass die drastische Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit in den entwickelten Ländern die Nachfrage auf breiter Front verringert und zu einer niedrigeren Inflation führt.



Die globale Gesamtinflation dürfte zurückgehen, da die nicht zum Kerngeschäft gehörenden Komponenten und Güter langsamer wachsen: Unsere Prognose geht von einem bescheidenen Nettoanstieg der Ölpreise im Prognosezeitraum aus, wobei Brent Ende 2023 bei 110 US\$/bbl liegen wird. Das knappe Angebot stützt den Preis, aber die relativ schwache Wirtschaftstätigkeit verhindert einen zu starken Preisanstieg.

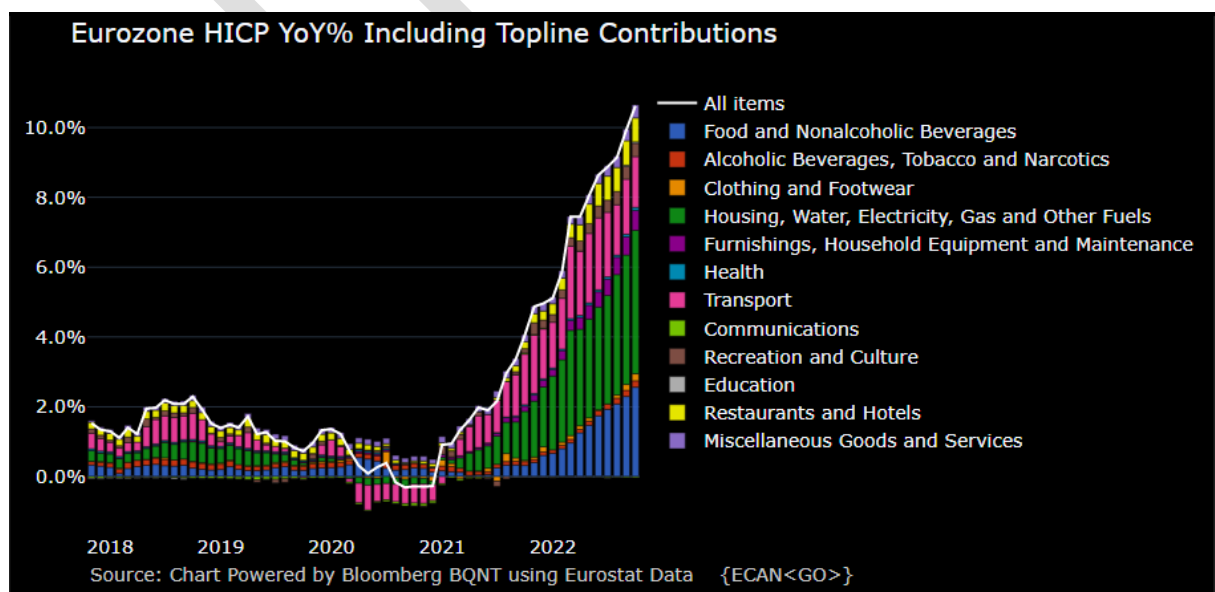
Die Lebensmittelpreise sind seit Mai 2022 erheblich gesunken, und unsere frühere Sensitivitätsanalyse deutet auf einen anhaltenden Disinflationsdruck hin, insbesondere in den Schwellenländern. Die Kerninflation bei Gütern wird von den Entwicklungen in der Lieferkette abhängen, und wir gehen davon aus, dass sich die Lage im nächsten Jahr weiter verbessern wird, da die Transportkosten, die Rückstände und die Lieferzeiten sinken werden. Die Prognose für den Nicht-Kernbereich birgt ein deutliches Aufwärtsrisiko, aber für Konsumgüter halten wir die Risiken für relativ gering.

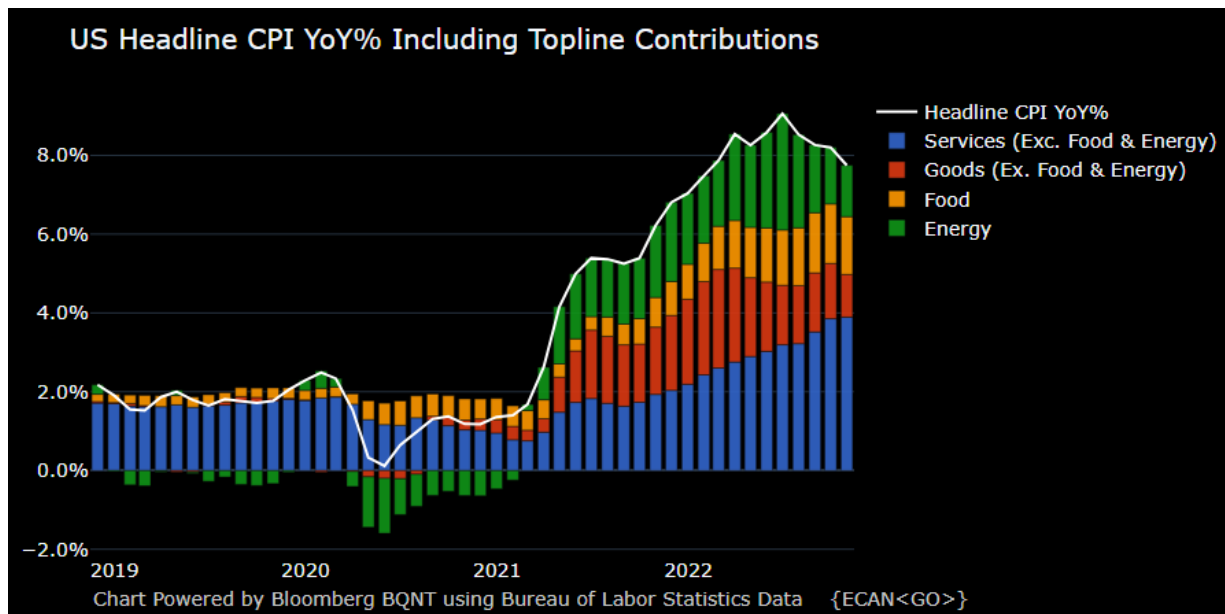
Die Kerndienstleistungen sind stärker von den Bedingungen der Inlandsnachfrage abhängig: Dienstleistungen im Allgemeinen und nicht handelbare Güter im Besonderen sind weniger von Rohstoffshocks oder Lieferketten abhängig und stärker mit den Bedingungen der Inlandsnachfrage verknüpft. Daher werden spezifische Faktoren ausschlaggebend sein. Aber die prognostizierte Rezession in Europa und im Vereinigten Königreich wird die weltweite

Nachfrage wahrscheinlich erheblich verringern. Da in den USA die überschüssigen Ersparnisse vollständig abgebaut sind und die Zinserhöhungen die Gesamtnachfrage bremsen, rechnen wir mit einer leichten Abschwächung des Inflationsdrucks bei den Dienstleistungen. Das Phänomen der weltweit schwächeren Wirtschaftstätigkeit dürfte zu einer schwächeren Nachfrage führen, wobei es Unterschiede zwischen den Ländern gibt. Sollte jedoch unsere Prognose für eine Disinflation im Jahr 2023 falsch sein, werden die Kerndienstleistungen eine Schlüsselkomponente dieses Fehlschlags sein.

Für die USA erwarten wir einen Rückgang der Gesamtinflation auf 3,3% im Jahr 2023, was unter dem Konsens liegt: Für die Kernrate prognostizieren wir 2,6% im Jahr 2023 und 2,5% im Jahr 2024. Die Neuvermietungsmieten sind rückläufig und die Leerstandsquoten steigen - ein Hinweis darauf, dass sich die Inflation bei den Wohnimmobilien verlangsamen wird, auch wenn sie in den nächsten beiden Quartalen weiterhin über der Zielinflation liegen wird. Insgesamt sehen wir bei den Kerngütern eine Deflation und nicht nur eine Disinflation, und insbesondere erwarten wir, dass die Preise für neue und gebrauchte Fahrzeuge bis Ende 2023 um 5% bis 10% sinken werden. Schließlich wird die Kerninflation im Jahr 2023 durch eine Rücknahme der Preise für medizinische Dienstleistungen stetig gedämpft.

Für den Euroraum liegt unsere Prognose für die Gesamtinflation (6,3 % im Jahr 2023) leicht über dem Konsens (5,6% im Jahr): Die Inflation wird bisher hauptsächlich von den Energie- und Lebensmittelpreisen getrieben. Es stellt sich die Frage, wie anhaltend die Auswirkungen auf die stabileren Kernkomponenten sein werden. Wir gehen davon aus, dass die Gesamtinflation im Dezember 2022 mit 10,7% ihren Höhepunkt erreichen wird, da viele Länder bereits Preisobergrenzen für Gas oder Strom eingeführt haben oder dies planen.





In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass die jährlichen Raten der Energieinflation aufgrund von Basiseffekten und politischen Maßnahmen zurückgehen. Wir gehen auch davon aus, dass die Kerninflation nach ihrem jüngsten Anstieg zurückgeht, da die Wirtschaft in eine Rezession abgleitet. Allerdings wird die derzeit schwache Kaufkraft der Arbeitnehmer künftige Lohnerhöhungen auslösen, sodass die Inflation in unserem Prognosehorizont über dem Zielwert bleibt. Die Inflation im Euroraum geht also 2023 etwas schneller zurück als in den USA, mit einer Kerninflation von 2,5 % im vierten Quartal, stagniert dann aber 2024 bei 2,4 %. Das Aufwärtsrisiko für unsere Inflationsprognose ergibt sich aus den verzögerten Auswirkungen der Lohnverhandlungen, die die Kerninflation im Dienstleistungssektor ankurbeln.

In Asien war der Inflationsdruck im Allgemeinen gedämpfter, so dass die Kontur unserer Einschätzung nach etwas flacher ausfällt als in der übrigen Welt. Sowohl in China als auch in Japan haben eine negative Produktionslücke und subventionierte oder regulierte Energie- oder Lebensmittelpreise dafür gesorgt, dass die Inflationsraten zu den niedrigsten der Welt gehören. Die Kerninflation (ohne frische Lebensmittel und Energie) dürfte in Japan bei über 1% liegen. Für China sehen wir niedrige Inflationsraten bis zum Ende des Covid-Nullzeitraums und danach einen leichten Anstieg aufgrund einer leichten Erholung. Wir erwarten für 2023 eine Gesamtinflation von 2,1 % und eine Kerninflation von 0,8 % . Für Japan erwarten wir, dass die Gesamtinflation im Jahr 2023 unter dem Zielwert von 2 % liegen wird, da sich die Energiepreise abschwächen und sich die Währung stabilisiert.

Die Zinssätze werden 2023 ein Plateau erreichen, wobei in den meisten großen Volkswirtschaften im ersten Quartal mit Endsätzen und erst im vierten Quartal oder später mit Zinssenkungen gerechnet wird. Japan und China sind die klaren Ausreißer, da diese Zentralbanken noch nicht mit Zinserhöhungen begonnen haben, und wir glauben nicht, dass der Inflationsdruck dort im Prognosezeitraum zu einer signifikanten Verschiebung führen wird.

Country	Policy				Implied Policy					Total Change 1Y	1Y Over 30 Days			
	Rate	Effctv	Basis	Meeting	3M	6M	1Y	2Y	3Y Curve		Low	Range	High	
1) Americas														
10 United States	3.88	3.800	-7.5	12/14	4.76	5.07	4.84	3.61	3.23		96	4.51		5.82
11 Canada	3.75	3.760	1.0	12/07	4.32	4.41	4.14	3.23	2.85		39	3.90		4.53
12 Mexico	10.00	10.250	25.0	12/15	10.80	10.94	9.98	7.47	7.43		-2	9.62		10.21
13 Chile	11.25	11.250	0.0	12/06	10.85	9.23	5.69	5.03	4.24		-556	5.69		8.90
14 Brazil	13.75	13.650	-10.0	12/07	14.29	14.52	14.00	11.99	12.91		25	11.45		14.54
2) EMEA														
20 Eurozone	1.50	1.403	-9.7	12/15	2.34	2.86	2.94	2.53	2.38		144	2.50		3.68
21 United Kingdom	3.00	2.928	-7.3	12/15	3.96	4.54	4.64	4.10	3.74		164	4.52		5.61
22 Switzerland	0.50	0.500	0.0	12/15	0.81	1.11	1.25	1.37	1.47		75	0.86		1.63
23 Norway	2.50	3.370	87.0	12/15	2.91	2.65	2.69	2.40	2.22		19	1.43		2.87
24 Sweden	1.75	1.684	-6.6	11/24	2.62	3.23	3.27	2.95	2.72		152	3.17		3.49
25 Denmark	1.25	1.399	14.9		2.02	2.59	2.66	2.24	2.09		141	2.41		3.05
26 Czech Republic	7.00	7.260	26.0	12/21	6.61	6.53	6.45	3.79	3.65		-55	6.45		7.34
27 Poland	6.75	7.400	65.0	12/07	6.57	6.67	6.80	5.41	4.87		5	6.44		7.97
3) Asia/Pacific														
30 Australia	2.85	2.810	-4.0	12/06	3.27	3.68	4.02	3.34	3.49		117	3.66		4.76
31 New Zealand	3.50	3.500	0.0	11/23	4.44	5.10	5.04	4.36	3.92		154	4.51		5.41
32 Japan	-0.10	-0.071	2.9	12/20	-0.05	0.02	0.09	0.20	0.26		19	0.04		0.13
33 China	2.00	1.700	-30.0		2.43	2.52	2.69	3.04	3.24		69	1.95		2.75
34 India	5.90	6.050	15.0	12/07	6.36	6.49	6.27	6.10	6.14		37	6.19		6.93
35 Korea	3.00	4.010	101.0	11/24	3.18	3.36	3.23	2.55	2.40		23	3.07		3.96

Im Jahr 2022 haben die anhaltenden positiven Überraschungen bei der Inflation in den USA zu höheren Erwartungen an den geldpolitischen Kurs geführt: In unserer Prognose gehen das Beschäftigungswachstum und die Ausgaben weiter zurück, und die Inflation erreicht im laufenden Quartal nicht mehr ihren Höchststand. Als Reaktion darauf verringert die Fed das Tempo der Zinserhöhungen im Dezember auf 50 Basispunkte und erhöht den Zinssatz im Januar 2023 ein letztes Mal um 25 Basispunkte auf einen Spitzenwert von 4,625 % (Bandbreite von 4,5 bis 4,75 %). Wenn sich die Inflation im Laufe des nächsten Jahres abschwächt und das Beschäftigungswachstum deutlich unter die Ersatzrate fällt, gewinnt die Fed die Überzeugung, mit der Normalisierung des Leitzinses in Richtung einer neutralen Haltung zu beginnen, indem sie den Leitzins ab Dezember 2023 pro Sitzung um 25 Basispunkte senkt.

In Europa glauben wir, dass die EZB weiterhin mit Zinserhöhungen auf die anhaltend hohe Gesamtinflation und die sich ausweitende Kerninflation reagieren wird. Wir gehen davon aus, dass die EZB die Leitzinsen erst im April 2023, nach mehreren Monaten harter Daten, die auf eine regelrechte Schrumpfung der Wirtschaft hindeuten, mit ihrem Zinserhöhungszyklus stoppen wird. Und trotz der Rezession erwarten wir, dass die EZB die Zinssätze für den Rest des Jahres unverändert lässt und auf einen Rückgang der Inflation wartet. Erst wenn sich die Inflation ihrem Ziel deutlich genähert hat, wird die EZB den Leitzins langsam wieder gen 2 % bewegen.

Wir gehen davon aus, dass die BoE einen ähnlichen, aber ausgeprägteren politischen Kurs verfolgen wird. Wir erwarten eine tiefere Rezession im Vereinigten Königreich und gehen daher davon aus, dass die BoE die Zinsen etwas stärker senken wird, um die Wirtschaft abzufedern.

CIO Aledius

CTO Aledius

Alexander Brehm

Benedikt Sturm

ALEDIUS