

Eurozone und Schweiz stehen vor der Zinswende

Market Insights | 11. Februar 2022

Martin Weder, Senior Economist, David Marmet, Chefökonom Schweiz, Simon Lustenberger, Head Investment Strategy

- Die hohe Inflation und die anhaltende Erholung sprechen auch in Europa für eine geldpolitische Normalisierung
- Aufgrund der jüngsten Entwicklungen rechnen wir bereits Ende 2022 mit einer Zinserhöhung der EZB und der SNB
- Mit der restriktiveren Geldpolitik der Notenbanken steigen die Renditen – Das Tempo wird sich aber verlangsamen
- Da die Zinsen behutsam und moderat angehoben werden, sind die damit verbundenen Risiken überschaubar

Hohe Inflation zwingt EZB zum Handeln

Dr. Martin Weder, Senior Economist Europe

Zahlreiche Notenbanken rund um den Globus haben angesichts hoher Inflationsraten und einer kräftigen wirtschaftlichen Erholung den Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik vollzogen oder diesen zumindest eingeleitet. So sind die Leitzinsen in den meisten Schwellenländern im vergangenen Jahr bereits deutlich erhöht worden. Auch die US-Notenbank Fed hat innert weniger Wochen ihre Wertpapierkäufe stark reduziert und dürfte im März nun die Zinsen erhöhen. Und die Bank of England hat den Leitzins seit Dezember bereits in zwei Schritten auf 0.50% erhöht und die Reinvestitionen von auslaufenden Anleihen gestoppt. Von den grossen Notenbanken schien sich neben der Bank of Japan einzig die Europäische Zentralbank (EZB) dieser globalen Zinsnormalisierung zu

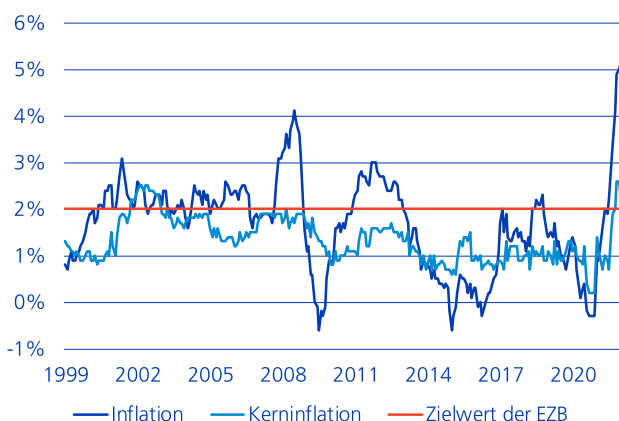
entziehen. Die EZB hatte noch im Dezember betont, dass die hohe Inflation weitgehend temporärer Natur und ein Zinsanstieg im laufenden Jahr deshalb höchst unwahrscheinlich sei. Unterstrichen wurde diese Einschätzung mit einer Ankündigung zu weiteren umfangreichen Wertpapierkäufen bis mindestens Ende 2022. Dementsprechend hatten auch wir frühestens im Frühjahr 2023 mit einer ersten Zinserhöhung gerechnet.

Neueinschätzung hat drei Gründe

Drei Faktoren haben uns nun zu einer Neueinschätzung bewogen. Zum einen ist die Inflation in den vergangenen Monaten wiederholt höher ausgefallen als erwartet. Im Januar nahm sie auf 5.1% zu und erreichte damit den höchsten Wert in der Geschichte des Euro, während Analysten von einem deutlichen Rückgang auf 4.4% ausgegangen waren. Der von der EZB angestrebte Zielwert von

Grafik 1: Inflation erreicht im Januar ein neues Rekordhoch

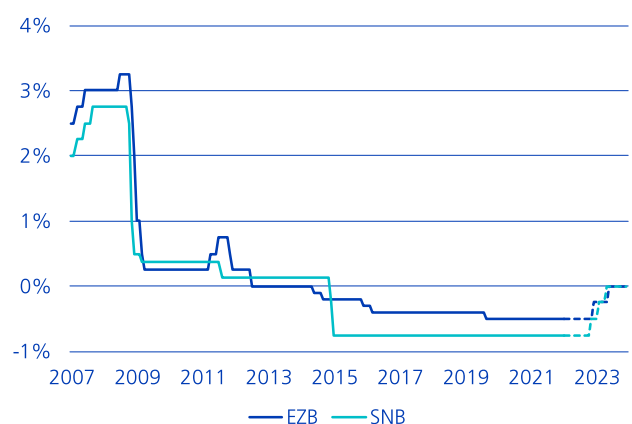
Inflation und Kerninflation in der Eurozone



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Grafik 2: EZB und SNB werden Negativzinspolitik 2023 beenden

EZB-Einlagesatz und SNB-Leitzins sowie ZKB-Prognosen bis Ende 2023



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

2% wird damit gegenwärtig deutlich überschritten (*Grafik 1*). Der zweite Faktor ist die veränderte Rhetorik der EZB. An ihrer jüngsten Sitzung von Anfang Februar betonte EZB-Präsidentin Christine Lagarde die gestiegenen Inflationsrisiken und schloss eine Zinserhöhung in diesem Jahr nicht mehr kategorisch aus. Stattdessen verwies sie auf die nächste Sitzung vom 10. März, bei der auch die neuen Inflations- und Wachstumsprognosen vorgestellt werden. Der dritte Faktor ist die überraschend kräftige wirtschaftliche Erholung. So ist die Wirtschaft in der Eurozone trotz erneuter Corona-Restriktionen auch im 4. Quartal gewachsen. Das Bruttoinlandsprodukt liegt mittlerweile wieder über dem Vorkrisenniveau und die Arbeitslosenrate hat mit 7% sogar den tiefsten Wert seit Beginn der Statistik erreicht. Für dieses Jahr rechnen wir mit einem Wachstum von rund 3.5%, was deutlich über dem langfristigen Durchschnitt von rund 1.5% liegt. Einem Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik steht somit nichts mehr im Weg.

Erste Zinserhöhung im Dezember 2022

Wir erwarten deshalb, dass die EZB im März aufgrund nochmals höherer Inflationsprognosen eine beschleunigte Reduktion der Wertpapierkäufe bekannt geben wird. In unserem Basisszenario werden die Käufe im Herbst ganz eingestellt, bevor im Dezember der Einlagesatz für Geschäftsbanken von -0.50% auf -0.25% erhöht wird. Es wäre dies die erste Zinserhöhung seit über 11 Jahren (Juli 2011). Im Frühling 2023 rechnen wir mit einer weiteren Zinserhöhung auf 0%, sodass die Negativzinspolitik nach knapp neun Jahren ein Ende findet (*Grafik 2*). Falls sich die Inflation als ausgesprochen hartnäckig erweisen sollte, sind weitere Zinserhöhungen nicht ausgeschlossen. Es gibt jedoch zahlreiche Gründe, die gegen einen steileren Zinspfad sprechen. Erstens wird die Inflation in der Eurozone derzeit stark vom Energiebereich getrieben. Die

Energiepreise sind für über 50% des Inflationsanstieg verantwortlich. Die Kerninflation liegt mit 2.3% hingegen nur leicht über dem Ziel von 2%. Zweitens rechnen wir in den kommenden Monaten wieder mit einem deutlichen Rückgang der Inflation. Die Haupttreiber dafür sind eine Stabilisierung der Energiepreise sowie eine Entspannung bei den globalen Lieferengpässen. Die ungewöhnlich hohe Inflation ist in erster Linie eine Folge der Pandemie sowie der damit verbundenen Restriktionen und wirtschaftlichen Verwerfungen. Mit dem Abflauen der Pandemie werden sich Angebot und Nachfrage wieder einpendeln, womit auch der Preisdruck abflachen wird. Drittens sind die Hürden der EZB für Zinserhöhungen hoch. Mit der neuen geldpolitischen Strategie muss die Inflation aktuell und zukünftig über 2% liegen und auch die Kerninflation muss zumindest in Richtung 2% konvergieren. Diese Bedingungen sind derzeit zwar erfüllt, dürften nächstes Jahr aber nur noch knapp Bestand haben, was weitere Zinserhöhungen unwahrscheinlich macht. Ausserdem sprechen auch politische Gründe und die hohe Staatsverschuldung gegen deutlich höhere Zinsen. Insgesamt rechnen wir deshalb nur mit moderaten Zinserhöhungen, weshalb wir auch das Risiko einer erneuten Banken- und Staatsschuldenkrise als begrenzt erachten. Vor dem Hintergrund überhitzter Immobilienmärkte würden höheren Zinsen viel mehr eine willkommene Abkühlung mit sich bringen.

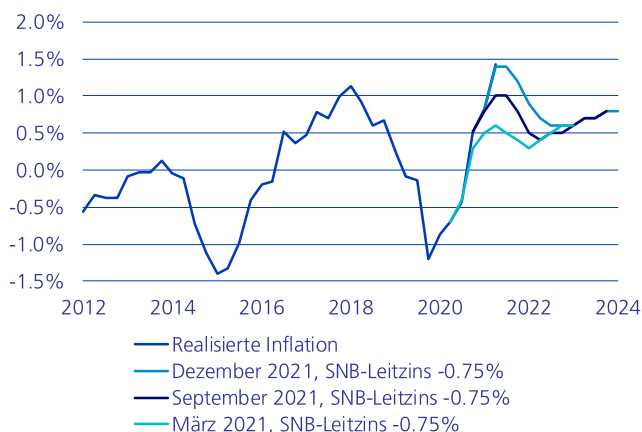
SNB nutzt Gelegenheit zur Zinsnormalisierung

Dr. David Marmet, Chefökonom Schweiz

Im Gegensatz zur Eurozone bleibt die Schweizer Inflation im Zielbereich der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Zwar wurden auch in unserem Lande die Ökonomen von den steigenden Inflationsraten überrascht. Dies äussert sich nicht zuletzt in der bedingten Inflationsprognose der

Grafik 3: Schweizer Inflation bleibt im Zielbereich der SNB

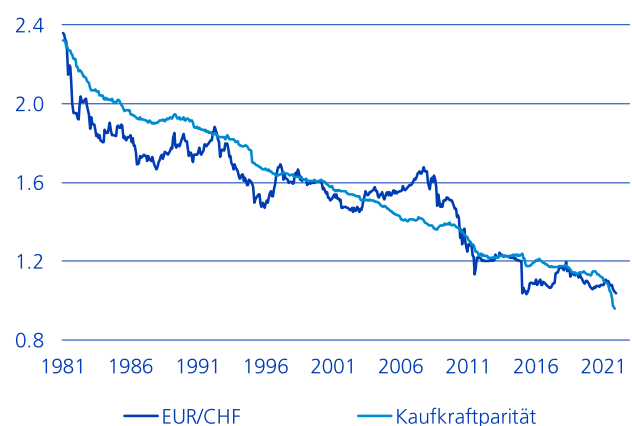
Bedingte Inflationsprognose der SNB seit knapp einem Jahr



Quellen: Zürcher Kantonalbank, SNB

Grafik 4: Schweizer Franken ist nicht mehr überbewertet

Fairer Wert des Frankens (Kaufkraftparität), mit Produzentenpreisen



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

SNB. Wie *Grafik 3* zeigt, wurden die Inflationsprognosen in den letzten Quartalen stets nach oben angepasst. Dennoch: Auch mit der aktuellen Prognose bleibt die Schweizer Inflation in den nächsten Jahren deutlich unter 2% und somit im Zielbereich der SNB. So zeigen auch die jüngsten Zahlen für den Januar, dass die Inflation in der Schweiz im Vergleich zu anderen Ländern weniger dynamisch ist. Die aktuelle Inflation liegt bei 1.6%, die Kerninflation auf bescheidenen 0.8%. Die Preisstabilität in der Schweiz bleibt also gewährleistet und die SNB hat somit aus dieser Warte keinen Handlungsbedarf. Dennoch sind wir der Meinung, dass auch sie bereits Ende 2022 einen Zinsschritt machen wird. Für die SNB besteht nämlich die einmalige Chance, nach acht Jahren Negativzins-Regime, den Anfang vom Ende der stets als temporär betrachteten Phase einzuläuten.

Ein kurzer Rückblick auf die Jahre 2014 und 2015

Am 18. Dezember 2014 führte die SNB Negativzinsen ein, in dem sie Guthaben auf ihren Girokonten, die einen bestimmten Freibetrag überstiegen, mit einem Zins in Höhe von -0.25% belastete. Damals bekräftigte sie, den Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro mit aller Konsequenz durchsetzen. Bereits am 15. Januar 2015 hob sie allerdings den Mindestkurs auf und senkte zugleich den Zins auf -0.75%. Ihre bedingte Inflationsprognose für 2015 lag damals im negativen Bereich. Zudem zeigte sich die SNB bereits damals über die Ungleichgewichte am Immobilienmarkt beunruhigt. So steht in der Medienmitteilung zur geldpolitischen Lagebeurteilung vom März 2015, dass die Immobilienpreise weiter stiegen. Und: «Insgesamt bleiben die Ungleichgewichte, die sich auf diesen Märkten im Verlauf der letzten Jahre aufgebaut haben, unverändert gross». Wie die Direktionsmitglieder in ihren Referaten in der Folge immer wieder betonten, sei der Negativzins aktuell «zur Sicherstellung adäquater geldpolitischer Rahmenbedingungen für die Schweizer Wirtschaft unabdingbar». Die Erfahrungen in vielen Ländern zeigten allerdings, dass solche Bedingungen einen Nährboden für den Aufbau von Ungleichgewichten auf Kreditmärkten und bei Vermögenspreisen bildeten.

Gretchenfrage: Wie hast Du es mit dem CHF?

Bekanntlich haben sich die Preise am Immobilienmarkt in den letzten sieben Jahren nochmals deutlich erhöht. Die Ungleichgewichte dürften aus Sicht der SNB folglich nochmals markant zugenommen haben. Ihre Beunruhigung über die erhöhten Risiken für die Finanzstabilität äusserte sie zuletzt mit ihrem Antrag auf Reaktivierung des antizyklischen Kapitalpuffers im Januar 2022. Es dürfte wohl unumstritten sein, dass die Entwicklung bei

den Vermögenspreisen eine Abkehr der Negativzinspolitik rechtfertigt. Allerdings stellt sich die Frage, ob die drohende Aufwertung des Schweizer Frankens eine solche Abkehr zulässt. Die Zinsdifferenz zur Eurozone wurde stets als wichtiger Bremsklotz für eine ungestüme Aufwertung ins Feld geführt. Indes gilt es zu beachten, dass es mit dem eingangs erwähnten Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik für Anleger durchaus attraktive Alternativen zum Schweizer Franken geben wird. Zudem wird die globale Nachfrage robust bleiben, besteht doch die berechtigte Hoffnung, dass die Coronapandemie bald hinter uns liegt und wir in die endemische Phase treten werden. Nicht zuletzt für die Schweizer Exportunternehmen sind dies gute Nachrichten. Denn die technologisch hochstehenden Schweizer Produkte sind viel stärker auf eine robuste Auslandnachfrage angewiesen als auf einen niedrigen Preis. Oder anders formuliert: Die preisliche Konkurrenzfähigkeit ist für die Schweizer Exportwirtschaft wichtig, viel wichtiger ist aber die technologische Konkurrenzfähigkeit. Mit dem Schwinden der Zinsdifferenz zur Eurozone dürfte der Schweizer Franken zwar zumindest nicht abwerten. Allerdings wird er, erstens, bei den Investoren im nachpandemischen Risk on-Umfeld weniger im Fokus stehen. Zweitens hat die unterschiedliche Inflationsentwicklung in der Schweiz und der Eurozone dazu geführt, dass der sogenannte faire Wert des Schweizer Frankens zum Euro in den letzten Monaten deutlich abgenommen hat. Der Franken dürfte aktuell kaum überbewertet sein (*Grafik 4*). Entsprechend wäre eine Zinserhöhung der SNB für die Schweizer Unternehmen im Allgemeinen wohl verkraftbar. Für uns heisst das, dass die SNB im Dezember 2022 einen ersten Zinsschritt wagen wird. Im Laufe des Jahres 2023 dürfte sie sich dann definitiv von der über achtjährigen Phase der Negativzinspolitik verabschieden können. Zusammengefasst: Der SNB bietet sich die einmalige Chance, die Abkehr von der Negativzinspolitik einzuläuten. Zwar besteht aufgrund der Inflations- und Wechselkursentwicklung dazu kein unmittelbarer Bedarf, aber die konjunkturelle Lage erlaubt es für einmal, die Risiken der Finanzstabilität in den geldpolitischen Fokus zu stellen.

Eidgenossen: Renditeanstieg weit fortgeschritten

Simon Lustenberger, Head Investment Strategy

An den Finanzmärkten hat sich über die vergangenen Wochen eine hohe Erwartungshaltung an die SNB aufgebaut. Betrachtet man die impliziten Erwartungen an den Terminmärkten, so rechnen die Finanzmarktakteure im Jahr 2022 gar mit mehr als einem Leitzinsschritt. Die Aufwärtsrevision der Zinserwartungen und die persistent hohe Inflation auf globaler Ebene haben den Renditen

ohne Zweifel nochmals einen Schub verliehen. Die Verfallsrenditen von Schweizer Eidgenossen haben im mittleren Laufzeitenbereich erstmals seit Einführung der Negativzinsen Ende 2014 wieder positives Territorium erreicht. So sind die fünfjährigen Renditen zu Februarbeginn wieder über die Nullschwelle angestiegen. Auch die längeren Zinssätze haben den Renditeanstieg nachvollzogen, allerdings in geringerem Ausmass. Die Zinskurven sind insgesamt sehr flach geworden. Die Differenz zwischen dem 30- und fünfjährigen Zinssatz hat beinahe wieder den Tiefpunkt vor Pandemieausbruch erreicht (Grafik 5). Das stellt ein Indiz für die hohen geldpolitischen Erwartungen dar, die eine Bremse für Konjunktur und Inflation darstellen würden.

Renditedynamik wird an Schwung verlieren

Setzt sich nun der Renditeanstieg ungebremst fort? Nach dem steilen Anstieg zum Jahresauftakt, erwarten wir eine Abschwächung der Dynamik. Wir sehen für die Eidgenossen-Renditen kurzfristig nur noch wenig Aufwärtspotenzial. Die SNB wird zwar die Leitzinsen anheben, aber nicht in einem solchen Ausmass, wie es die Marktteilnehmer erwarten. Die Teuerungsraten haben ihren Höhepunkt zudem bald erreicht, sodass sich die Inflationserwartungen nicht weiter erhöhen. Trotzdem rechnen wir auf Jahres-sicht mit leicht höheren Renditen. Die Schweizer Eidgenossen können sich der globalen Renditedynamik nicht ganz entziehen. Die Notenbanken in den bedeutenden Währungsregionen werden in ihrer Geldpolitik deutlich restriktiver. Mit Zinsanhebungen und einem Abbau der Notenbankbilanzen, bei nach wie vor guten Konjunkturperspektiven, werden sich die Realrenditen weiter von ihren Tiefstständen lösen. Die aktuelle Zinskurve in der Schweiz (Spot) dürfte sich deshalb gemäss unserer Prognose parallel nach oben verschieben. Am kurzen Ende

liegt die Prognose aufgrund der zu hohen Erwartungen an die SNB unter der marktimpliziten Forward-Rate (Grafik 6).

Grafik 5: Eidgenossen-Zinskurve deutlich flacher

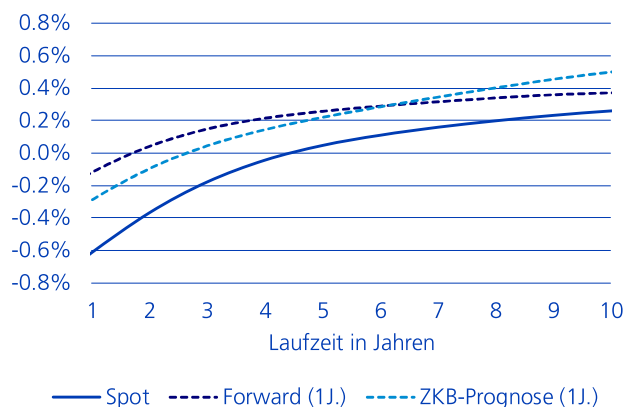
Differenz zwischen 30- und fünfjähriger Rendite



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Grafik 6: Moderat höhere Renditen in einem Jahr erwartet

Aktuelles und zukünftiges Niveau der Eidgenossen-Renditen



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Kontakt



Dr. Martin Weder, Senior Economist Europe
Investment Strategy & Economic Research
Zürcher Kantonalbank, Telefon: +41 44 292 35 61



Dr. David Marmet, Chefökonom Schweiz
Investment Strategy & Economic Research
Zürcher Kantonalbank, Telefon: +41 44 292 45 40



Simon Lustenberger, Head Investment Strategy
Spezialgebiet: Fixed Income
Investment Strategy & Economic Research
Zürcher Kantonalbank, Telefon +41 44 292 39 87

Zürcher Kantonalbank

Die Zürcher Kantonalbank ist eine führende Universalbank im Wirtschaftsraum Zürich mit nationaler Verankerung und internationaler Ausstrahlung. Sie ist eine selbständige öffentlich-rechtliche Anstalt des Kantons Zürich und wird von den Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch mit der Bestnote (AAA bzw. Aaa) eingestuft. Mit über 5000 Mitarbeitenden bietet die Zürcher Kantonalbank ihren Kundinnen und Kunden eine umfassende Produkt- und Dienstleistungspalette. Zu den Kerngeschäften der Bank zählen das Finanzierungsgeschäft, das Vermögensverwaltungsgeschäft, der Handel und der Kapitalmarkt sowie das Passiv-, das Zahlungsverkehrs- und das Kartengeschäft. Die Zürcher Kantonalbank bietet ihren Kundinnen und Kunden sowie ihren Vertriebspartnern umfassende Produkte und Dienstleistungen im Anlage- und Vorsorgebereich an.

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation dient Informations- und Werbezwecken. Sie stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Bezug von Bankdienstleistungen dar, noch bildet sie die Grundlage für einen Vertrag oder Verpflichtungen irgendwelcher Art. Bei der Publikation handelt es sich nicht um einen Prospekt oder ein Basisinformationsblatt.

Aufgrund rechtlicher, regulatorischer oder steuerlicher Bestimmungen kann die Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen für bestimmte Personen Einschränkungen unterliegen, die sich namentlich aufgrund des Wohnsitzes bzw. Sitzes, der Nationalität oder der Kundensegmentierung ergeben können. Einschränkungen bestehen insbesondere für US-Personen gemäss den einschlägigen Regulierungen.

Diese Publikation enthält allgemeine Informationen und berücksichtigt weder persönliche Anlageziele noch die finanzielle Situation oder die besonderen Bedürfnisse eines spezifischen Empfängers. Der Empfänger sollte die Informationen vor einer Anlageentscheid sorgfältig auf ihre Vereinbarkeit mit seinen persönlichen Verhältnissen überprüfen. Für die Einschätzung rechtlicher, regulatorischer, steuerlicher und anderer Auswirkungen wird dem Empfänger empfohlen, sich durch Fachpersonen beraten zu lassen.

Die Publikation wurde von der Zürcher Kantonalbank mit geschäftsüblicher Sorgfalt erstellt. Die Zürcher Kantonalbank bietet jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der darin enthaltenen Informationen und lehnt jede Haftung für Schäden ab, die sich aus der Verwendung der Publikation ergeben.

Diese Publikation wurde nicht unter Einhaltung der «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung erstellt. Mit jeder Investition sind Risiken, insbesondere diejenigen von Wert- und Ertragsschwankungen, verbunden. Wertentwicklungen und Renditen der Vergangenheit sind keine Garantie für den zukünftigen Anlageerfolg. Investitionen in Fremdwährungen unterliegen Wechselkursschwankungen.

© 2022 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.