



Entwicklungen und Aussichten

Strukturelle Schwäche

Im Oktober war die Volatilität an den Anleihenmärkten hoch. Steigende Inflation und die bevorstehende Ankündigung eines Taperings in den USA sorgten für Unruhe. Dennoch hielt sich der Anstieg bei den langfristigen Zinsen in Grenzen. Insbesondere die um die erwartete Inflation bereinigten realen Zinsen verharrten weiter auf Tiefstständen. Dabei sorgen drei Faktoren für einen Abwärtsdruck auf die Zinsen. Einerseits sind die Leitzinsen der Zentralbanken bereits im Keller. Andererseits sorgen die Zentralbanken weiterhin für Liquidität, indem sie in grossem Umfang Anleihen aller Laufzeiten aufkaufen. Bedeutet das auch, dass die bevorstehende Reduktion der Ankaufprogramme die Renditen von Staatsanleihen in die Höhe treiben wird? Das hiesse, den dritten Faktor ausser Acht zu lassen: den Sparüberschuss. Er geht zulasten produktiver Investitionen und ist weitgehend für die sinkenden Zinsen der letzten Jahre verantwortlich. **Das Vorsorge- und Vorsichtssparen hat zu einer Anhäufung von Ersparnissen geführt, die in risikoarmen, unproduktiven Vermögenswerten angelegt werden. Das ist der Hauptgrund für die seit den 1990er Jahren tendenziell sinkenden Realzinsen.**

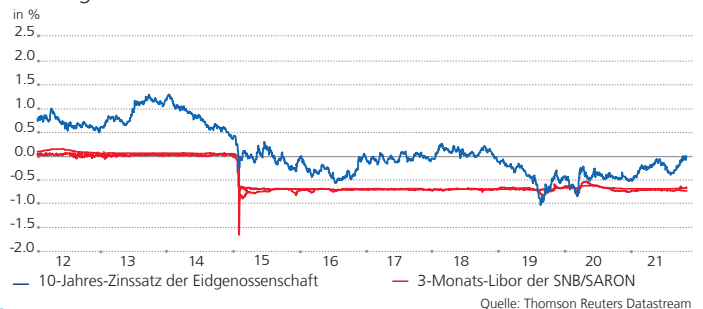
Ausserdem spielen die Inflationsaussichten bei der Bestimmung der langfristigen Zinssätze eine entscheidende Rolle. Die kurzfristigen Zinsen spiegeln vor allem die geldpolitischen Erwartungen (an die Leitzinsen) wider. Die langen Laufzeiten zwischen 10 und 30 Jahren reagieren hingegen sehr empfindlich auf die Inflationsaussichten. So ist der moderate Zinsanstieg vor dem Hintergrund einer hohen Inflation (5,4 % in den USA im September) ein weiterer Beleg für deren vorübergehenden Charakter. Die Anleger glauben nicht an eine anhaltende, unkontrollierte Inflation. **Auch in der Schweiz zog die Inflation der Verbraucherpreise an. Sie blieb jedoch relativ bescheiden und gab vor allem die Schwankungen bei den Energiepreisen wieder.** Die Veränderung der Kerninflation (ohne frische und saisonale Produkte, Energie und Treibstoffe) betrug im Oktober gegenüber dem Vorjahresmonat 0,6 %.

Auch wenn die strukturelle Schwäche der Zinssätze ausser Frage steht, sind kurzfristige Bewegungen infolge von Risikoaversion oder erhöhtem Kreditrisiko nicht ausgeschlossen. Die Erfahrungen des letzten Jahres sprechen Bände. Als in China das Coronavirus entdeckt wurde, stürzten sich die Anleger zunächst auf die sichersten Anlagen (*fly to quality*). Als sich das Virus schliesslich in der ganzen Welt ausbreitete und fast die gesamte Weltwirtschaft lahm legte, suchten die Anleger händeringend nach Liquidität. Diese «Flucht ins Bargeld» (*fly to cash*) trieb die Renditen in die Höhe.

Im Oktober kam es bei Anleihen minderer Bonität zu einigen Turbulenzen. So stieg etwa die Rendite zehnjähriger griechischer Anleihen um fast 50 Basispunkte. Christine Lagarde bestätigte, dass

das Pandemie-Notfallankaufprogramm der EZB (PEPP) im März 2022 auslaufen wird. Das Programm ermöglicht es der EZB, griechische Staatsanleihen zu kaufen und den zuvor zwischen den Staaten geltenden Verteilschlüssel zu umgehen. So kann sie mehr Anleihen der schwächeren Länder kaufen und die Ungleichheiten innerhalb der Eurozone verringern. Zwar wird die EZB ihre Ankäufe auch nach Ende des PEPP fortsetzen, doch diese zusätzliche Flexibilität wird voraussichtlich nicht auf das Nachfolgeprogramm übertragen werden. Es ist daher wahrscheinlich, dass die Risikoprämien für Anleger, die sich für die riskanteren Wertpapiere der Eurozone entscheiden, steigen werden.

Wichtigste Zinssätze



Prognosen zur Zins- und Hypothekarzinskurve

Trotz der Aussicht auf ein Tapering und Inflationsängsten werden die Zinssätze aufgrund struktureller Kräfte niedrig bleiben. Ausserdem beobachten die Zentralbanken die mittelfristige Preisentwicklung. Sie werden ihre Liquiditätsspritzen allmählich zurückfahren, wobei eine Anpassung der Leitzinsen nicht vor Ende 2022 erwartet wird. Niedrigzinsen und reichlich vorhandene Liquidität dürften wohl noch einige Monate beibehalten werden. **Die Zinssätze in den USA, in Europa und der Schweiz werden weiter innerhalb einer niedrigen Bandbreite schwanken.** Eine deutliche Veränderung der Hypothekarzinskurve erscheint aufgrund all dieser Faktoren unwahrscheinlich. Es könnte allenfalls zu einer Anpassung bei den tiefsten Zinssätzen kommen. All dies dürfte keinen Einfluss auf den starken Franken haben, selbst wenn die künftige Entwicklung der Handels- und Finanzbeziehungen mit Europa, den USA und China nicht spurlos an ihm vorbeigehen wird. **Der starke Franken und die Niedrigzinsen werden bleiben, zumindest während unseres Prognosehorizonts.**

3-Monats-Zinssätze	31.10.2021	3 Monate	12 Monate
Schweiz	-0.69	-0.75	-0.75
Eurozone	-0.55	-0.50	-0.40
USA	0.13	0.15	0.25
10-Jahres-Zinssätze			
Schweiz	-0.05	-0.30	-0.10
Eurozone	-0.09	-0.30	0.00
USA	1.56	1.40	1.90