



Zinssätze

März 2024

Entwicklungen und Aussichten

Hartnäckige Inflation

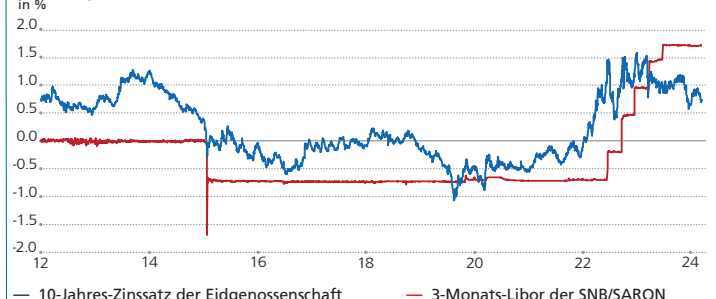
Nach einer ersten, durch einen raschen Inflationsrückgang gekennzeichneten Phase, was vor allem an den fallenden Rohstoff- und Energiepreisen lag, gehen die Preise mittlerweile langsamer zurück. Der Rückgang bei den weniger konjunkturabhängigen Inflationskomponenten hat sichtlich an Fahrt verloren. Da das Ziel inzwischen in Sicht ist, dürfte die letzte Meile ausserdem umso länger erscheinen. Seit Juni 2023 hat sich die Inflation in den USA kaum noch bewegt. Damals lag sie bei 3 %, im Vergleich zu 3,2 % im Februar 2024.

Diese schleppende Entwicklung ist hauptsächlich eine Folge der Dienstleistungspreise. Sie reagieren träger als die Preise für Waren (und erst recht die für Rohstoffe) und werden besonders stark von der Lohnentwicklung beeinflusst. Im Dienstleistungssektor machen die Arbeitskosten einen erheblichen Teil der Wertschöpfung aus, deutlich mehr als in der Industrie. Dieser Umstand erschwert angesichts der robusten Lage am Arbeitsmarkt eine Rückkehr der Inflation auf den von den Zentralbanken angepeilten Zielwert von 2 %. Der Rückgang der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, die Tendenz hin zu kürzeren Arbeitszeiten und die Schwierigkeiten der Unternehmen, geeignete Arbeitskräfte zu finden, haben den Arbeitsmarkt teilweise vor den Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik geschützt. So hat die Arbeitslosenquote trotz der schnellen und deutlichen Anhebung der Leitzinsen weder in der Schweiz, noch in der Eurozone oder in den USA zugenommen. Dies hat die Verhandlungsposition der Arbeitnehmenden gestärkt und für anhaltendes Lohnwachstum gesorgt, das höher ausfällt als der Anstieg der Konsumentenpreise. In den USA wurde der Höhepunkt bereits überschritten und die Löhne wachsen nicht mehr ganz so stark, steigen aber weiter, während sich die Entwicklung in der Eurozone nach wie vor beschleunigt. Zudem erweist sich die Komponente «Wohnen» als resistent. In den USA macht sie 36 % des Index aus, im Vergleich zu 18 % in der Schweiz und 6 % in der Eurozone. Daher heizt sie die Inflation in den USA trotz des schwächelnden Immobilienmarkts weiter an.

Angesichts der steigenden Kosten (insbesondere für die Löhne) können die Unternehmen entweder die Preise für ihre Produkte/Dienstleistungen erhöhen oder einen Gewinnrückgang in Kauf nehmen. Nachdem sie Preiserhöhungen genutzt haben, werden die Unternehmen laut den Erwartungen der Europäischen Zentralbank auf ihre Margen zurückgreifen. Sollte dies zutreffen, könnte die Inflation eingedämmt werden.

In Anbetracht der überraschenden Inflationsentwicklung nahmen die Märkte eine Neujustierung der geldpolitischen Erwartungen vor. Nach dem Auf und Ab an den Anleihenmärkten steigen die Renditen für zwei- und zehnjährige Staatsanleihen seit Jahresbeginn, vor allem in der Eurozone und den USA.

Wichtigste Zinssätze



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Die EZB hat inzwischen die wichtigsten Grundsätze ihres neuen operativen Rahmens vorgestellt, der am 18. September in Kraft treten soll, und ihre Absicht bekräftigt, für ausreichend Liquidität sorgen zu wollen. Die Banken können sich weiterhin bei der EZB Geld leihen, sowohl kurzfristig im Rahmen von sogenannten (wöchentlichen) *Main Refinancing Operations* (MRO) als auch längerfristig im Rahmen von *Longer Term Refinancing Operations* (in der Regel 3 Monate). In einer zweiten Phase erwägt die EZB auch die Einführung neuer Instrumente zur Bereitstellung weiterer Liquidität. Insbesondere wird die Differenz zwischen dem Einlagensatz und dem MRO-Satz von 50 auf 15 Basispunkte gesenkt, während die Differenz zwischen dem MRO-Satz und dem Spitzensatz für Overnight-Operationen unverändert bei 25 Basispunkten bleibt. Auf diese Weise verringert die EZB das Band, innerhalb dessen sich die Banken refinanzieren können, von 75 auf 40 Basispunkte, bestätigt gleichzeitig die Bindung der Marktzinsen an den Einlagensatz und schafft Anreize für die Banken, MRO-Operationen zu nutzen. Vor diesem Hintergrund dürfte der in der nachfolgenden Tabelle aufgeführte 3-Monats-Zinssatz für die Eurozone ab September an den Einlagensatz gekoppelt sein.

Die geldpolitische Straffung neigt sich zwar ihrem Ende zu, die hartnäckige Inflation und die steigenden Löhne veranlassen die Zentralbanken jedoch zur Vorsicht. Der geldpolitische Kurs bleibt daher ungewiss und sorgt für eine gewisse Volatilität bei den Anleihen. Die Rendite für zehnjährige Schweizer Bundesanleihen dürfte weiter schwanken, aber bei etwa 1 % verharren. Im Fahrwasser der Rendite für zehnjährige Bundesanleihen zogen die Zinsen für Festhypotheken zu Beginn des Jahres leicht an, ohne dass sich etwas am Trend geändert hätte. Der Schweizer Franken büsst einen Teil der übertriebenen Bewertungen von Ende 2023 ein und verliert sowohl gegenüber dem Euro als auch gegenüber dem US-Dollar an Boden.

3-Monats-Zinssätze	29.02.2024	3 Monate	12 Monate
Schweiz	1.70	1.75	1.00
Eurozone	3.94	4.00	3.00
USA	5.60	5.50	4.50
10-Jahres-Zinssätze			
Schweiz	0.81	1.00	1.20
Eurozone	2.38	2.40	2.60
USA	4.26	4.50	4.50

Quelle: Refinitiv Datastream & Prognosen BCGE