



Entwicklungen und Aussichten

Beschleunigte Normalisierung

Am Donnerstag, 16. Juni 2022 nahm die ultralockere Geldpolitik der SNB mit der Anhebung des Leitzinses um 50 Basispunkte auf -0,25 % ein jähes Ende. Dieser sowohl vom Umfang als auch vom Zeitpunkt her unerwartete Schritt folgte unmittelbar auf die viel beachtete Intervention der US-Notenbank Fed, die ihren Leitzins gleich um 75 Basispunkte anhebte. Die angekündigte Kursänderung der EZB am 9. Juni und ihre improvisierte Sitzung am 15. Juni waren ein weiterer Warnschuss für die Finanzmärkte, einschliesslich der Anleihenmärkte, die unter dem Druck historischer Höchststände stehen.

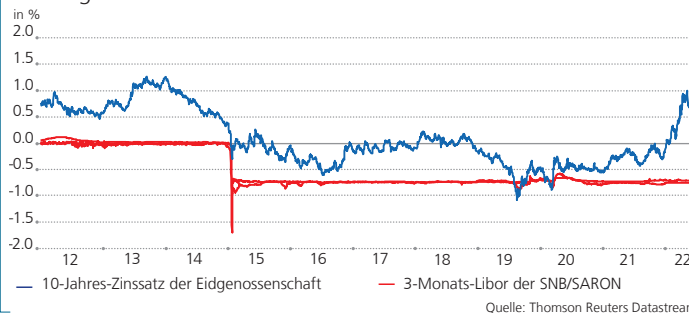
In der Schweiz liess die Reaktion des Frankens nicht lange auf sich warten. Ob finanzielle Attraktivität oder Schutz, der Effekt dürfte nur vorübergehend sein, da die SNB ab 1. Juli den Freibetragsfaktor für Geschäftsbanken senken wird und über genügend Devisenreserven verfügt, um den Franken im Falle einer Trendwende stützen zu können. Tatsächlich **steht nun wieder die Eindämmung und die Verankerung der Inflation im Zentrum der geldpolitischen Bemühungen.** Im Mai lag die Teuerung in der Schweiz **im Jahresvergleich bei 2,9 %**. Grösster Inflationstreiber war dabei die importierte Inflation (7,4 %). Namentlich die Preise für Erdölprodukte stiegen im Jahresvergleich um 40,6 %, während der Anstieg bei den Preisen für Inlandgüter mit 1,5 % moderater ausfiel. Trotz inflationärem Umfeld wuchs die Wirtschaft im ersten Quartal 2022 im Jahresvergleich um fast 2 %, was die Dynamik des Industriesektors, der Exporte und des privaten Konsums belegt.

Aber ganz offensichtlich spielt das aktuelle Wirtschaftsgeschehen in den Überlegungen der Anlegerinnen und Anleger nur eine untergeordnete Rolle. Sie interessieren sich vielmehr **für die von den Zentralbanken, einschliesslich der EZB, eingeleitete Normalisierung der Geldpolitik.** So kündigte Christine Lagarde die Einstellung der Anleihekäufe auf den 1. Juli an. Ausserdem will die EZB am 21. Juli eine erste Zinserhöhung von 25 Basispunkten beschliessen, der im September vermutlich eine zweite folgen wird. Darüber hinaus will sie Instrumente schaffen, **um eine Fragmentierung der Eurozone durch eine ungerechtfertigte Verschärfung der Fremdfinanzierungskosten für Peripherieländer zu verhindern.** Die wiederholten Angebotsschocks wegen Corona und des Ukraine-Kriegs sorgen für zusätzliche Verunsicherung und einen plötzlichen Wechsel zwischen deflationärem und inflationärem Umfeld. Gegen die Angebotsschocks kann die Geldpolitik nur wenig ausrichten, insbesondere bei den Rohstoffen. Daher soll mit ihrer Hilfe in erster Linie verhindert werden, dass sich die importierte Inflation auf sämtliche Preise überträgt, was wiederum eine Lohn-Preis-Spirale in Gang setzen könnte. Die Verankerung der **Inflationserwartungen am Zielwert, einem Marker bei Lohnverhandlungen,** sollte eine mögliche Spirale hinauszögern oder sogar verhindern. Um einen Teil des Drucks auf die Kaufkraft aufzufangen, sollten punktgenaue, von den Haushaltsbehörden subventionierte Massnahmen bevorzugt werden. **Der Spagat zwischen Infla-**

tionsziel und Finanzstabilität dürfte sich als schwierig erweisen. Neben den Reinvestitionen aus dem PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) wird derzeit ein neues Instrument zur Sicherung der Finanzstabilität vorbereitet. Die Risikoprämie für zehnjährige italienische Staatsanleihen, die seit Jahresbeginn nur leicht gestiegen war, verteuerte sich nach der Ankündigung vom 9. Juni sprunghaft (+40 Basispunkte).

Angesichts des Drucks der Märkte und der unerwartet hohen Inflation im Mai **beschleunigte die amerikanische Notenbank die Normalisierung und erhöhte den Leitzins am 15. Juni um 75 Basispunkte.** Sie leitete damit die Verkürzung ihrer Bilanz (*Quantitative Tightening*) ein. Eine Anhebung der Zinsen auf etwa 2,5–3 % innert kurzer Zeit wird allgemein erwartet, was danach kommt, ist jedoch unklar und sorgt für extreme Erwartungen und hohe Volatilität.

Wichtigste Zinssätze



Im Mai kam es zu einer kurzen Beruhigung, aber die Volatilität und die kurzfristigen wie auch die langfristigen Zinsen in den USA, der Eurozone und der Schweiz stiegen nach Bekanntgabe der US-Inflationszahlen und den Ankündigungen der Notenbanken wieder an. Dabei hatte der Markt einen Grossteil der geldpolitischen Normalisierung und den Ausstieg aus der Nullzinspolitik bereits weitgehend eingepreist. Die nach wie vor grosse Unsicherheit und die **hohe Volatilität sorgen dafür, dass auch die Schwankungsbreite recht gross bleibt (50 Basispunkte nach oben oder unten), ohne jedoch einen anhaltenden Aufwärtstrend zu verursachen.** All dies spricht nach dem raschen Anstieg der Hypothekenzinsen in den letzten Monaten für geringere künftige Anpassungen. **Der Franken wird sich in Zukunft möglicherweise stärker mit den Widersprüchen zwischen geldpolitischer Normalisierung und finanzieller Stabilität konfrontiert sehen.**

3-Monats-Zinssätze	31.05.2022	3 Monate	12 Monate
Schweiz	-0.69	0.00	0.00
Eurozone	-0.34	0.25	0.50
USA	1.61	2.25	2.75
10-Jahres-Zinssätze			
Schweiz	0.78	0.70	1.20
Eurozone	1.13	1.30	1.10
USA	2.85	3.00	2.90

Quelle: Refinitiv Datastream & Prognosen BCGE