



## Entwicklungen und Aussichten

### Schwankungsbreiten

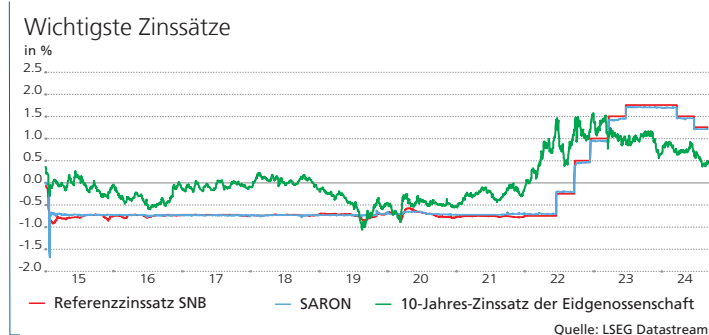
Das dritte Quartal zeichnete sich insgesamt durch fallende Zinsen aus. Das galt insbesondere auch für zweijährige US-Staatsanleihen als Abbild der Leitzinserwartungen an die US-Notenbank Fed. Nach der Senkung des US-Leitzinses um 50 Basispunkte (Bp) auf 5 % hörten die Bewegungen jedoch auf. Tatsächlich zogen die US-Leitzinsen angesichts der steigenden Inflationserwartungen rasch wieder an. In Europa setzte die EZB ihre geldpolitische Lockerung fort und senkte den Hauptrefinanzierungssatz Mitte Oktober auf 3,25 %. Die SNB senkte ihrerseits den Leitzins um weitere 25 Bp. Somit liegt er derzeit bei 1 % und damit nahe am Gleichgewichtszins. Die Zinssätze für Schweizer Bundesanleihen und die Swap-Sätze liegen gegenwärtig jedoch darunter. Stellt sich die Frage, ob dies an überzogenen Erwartungen liegt oder an mangelnder Liquidität bei gleichzeitig hoher Nachfrage, insbesondere seitens privater Anlegerinnen und Anleger, die ihr Portfolio wieder mit Anleihen aufstocken, da diese wieder Schutz und Ertrag versprechen. Angesichts einer hartnäckigen Binneninflation, die anfällig auf externen Druck und strukturelle Faktoren reagiert, scheint eine weitere Zinssenkung im von den Märkten erwarteten Umfang jedoch übertrieben. Die Zinsen dürften sich vielmehr am oberen Ende des Spektrums stabilisieren, ganz im Einklang mit dem positiveren Ausblick.

die inländische Inflation verankert werden, wobei sich diese vor allem aufgrund der Löhne und der Dienstleistungspreise, die nach wie vor um fast 2 % pro Jahr steigen, als hartnäckiger erweist. In einem Umfeld, in dem die Inflationserwartungen bei etwa 1 % liegen und die anhaltend angespannte Lage am Arbeitsmarkt keine Entspannung bei den Löhnen erwarten lässt, ist ein Leitzins, der unter der Kerninflation liegt, kaum vorstellbar. Ein solches Risiko wird die SNB angesichts der Anfälligkeit der Teuerung für potenzielle Schocks nicht eingehen.

Die SNB wird daher wohl eine Pause einlegen und erst einmal die Folgen ihrer Zinssenkungspolitik bewerten, ungeachtet der Tatsache, dass andere Zentralbanken ihre geldpolitische Lockerung fortsetzen dürften. Die langfristigen Renditen, an denen sich die Festhypotheken orientieren, dürften auf höherem Niveau schwanken. Die Zinskurve könnte sich wieder normalisieren und Investitionen könnten wieder mehr abwerfen als sie kosten.

Der Franken sollte stark bleiben, selbst wenn die Interventionen der SNB zur Steuerung ihrer Bilanz oder zur Kontrolle der Importpreise die Entwicklung des Frankenkurses zunehmend beeinflussen. Dabei dürfte die systematische jährliche Aufwertung (die sich gegenüber dem EUR und dem USD bereits seit 2022 abschwächt) nur die unterschiedliche Kostenstruktur zwischen den Regionen widerspiegeln und eine maximale jährliche Aufwertung von 1 bis 2 % rechtfertigen. Dass der Franken gegenüber seinen beiden wichtigsten Partnerwährungen nur leicht aufgewertet hat, lässt sich anhand der Normalisierung der Inflationsraten in den jeweiligen Regionen und der veränderten Struktur der Aussenhandelsbilanz erklären.

So zeigt ein Blick auf die Auslandsposition der Schweiz, dass sich die Struktur der Leistungsbilanz verändert hat. Bei dem lange durch den Handel mit Waren und Dienstleistungen und den Austausch von Einnahmenüberschüssen gespeisten Leistungsbilanzüberschuss hat sich seit 2020 ein Wandel vollzogen. Wichtigster Absatzmarkt für Schweizer Exporte sind heute die USA, die mit einem Anteil von über 30 % am Handel mit pharmazeutischen Gütern Deutschland überholt haben. Der Handel mit Dienstleistungen ist inzwischen hingegen defizitär, genauso wie der Austausch von Erträgen aus Kapitalbeteiligungen an Unternehmen. Hinter diesem Wandel steckt eine Industriestruktur, die unter dem Ausscheiden der Schweiz aus den grossen europäischen Forschungs- und Entwicklungsprogrammen wie ITER (Kernfusion) und QuantERA (Quantentechnologie) zu leiden hat. Diese Veränderungen werden nicht ohne Folgen für den starken Franken und seine Wettbewerbsfähigkeit bleiben.



Nach der Aufwertung des Franken gegenüber dem USD und dem EUR im Juli hat die Schweizer Währung just in dem Moment, als Anlegerinnen und Anleger in Anbetracht des geopolitischen Umfelds eine gewisse Nervosität zu zeigen und die Wirtschaftsdaten zu überinterpretieren begannen, ihre Rolle als sicherer Hafen verloren. So fiel der Franken gegenüber dem USD und dem EUR im Quartalsverlauf denn auch fast wieder auf das Niveau von Anfang Jahr zurück. Angesichts spekulativer Zinsdifferenzgeschäfte (sogenannter Carry-Trades), zu deren Finanzierung der CHF und der JPY verwendet wurden, kam es auch zu Devisenverkäufen durch die SNB. Diese Massnahmen zur Liquiditätssteuerung trafen auf einen zeitgleich entstandenen Handelsbilanzüberschuss der Schweiz aufgrund von Pharmaexporten in die USA. So wurde die systematische Aufwertung des Franken gegenüber den wichtigsten Partnerwährungen durch zeitlich begrenzte Liquiditätsoperationen ausgebremst.

Devisengeschäfte und Leitzinsen sind mittlerweile zu gängigen Instrumenten der Geldpolitik geworden. Erstere dienen vor allem der Kontrolle der Importpreise, vor allem für Rohstoffe. Mithilfe der Leitzinsen soll hingegen

3-Monats-Zinssätze	15.10.2024	3 Monate	12 Monate
Schweiz	0.94	1.00	1.00
Eurozone	3.22	3.00	2.75
USA	4.85	4.75	4.00

10-Jahres-Zinssätze			
Schweiz	0.43	0.60	0.90
Eurozone	2.23	2.30	2.50
USA	4.03	4.20	4.50

Quelle: Refinitiv Datastream & Prognosen BCGE