

SNB überrascht – Folgen für die Schweizer Wirtschaft

Economic Insights | 21. Juni 2022

David Marmet, Chefökonom Schweiz

- Der Zinsschritt der SNB von Mitte Juni 2022 ist der Anfang vom Ende der Negativzinspolitik.
- Die Inflation wird dadurch nur marginal gedämpft, weitere Zinsschritte werden folgen.
- Die Inflation ist gekommen, um zu bleiben, eine Lohn-Preis-Spirale kommt indes nicht in Gang.
- Das globale Wirtschaftswachstum befindet sich in einer heiklen Phase, eine Konjunkturabschwächung in der Schweiz ist unumgänglich.

Ende der Negativzinspolitik greifbar nahe

Nun ging plötzlich alles schnell. Am 11. Februar 2022 hatten wir in einem Market Insights (*«Eurozone und Schweiz stehen vor der Zinswende»*) noch gemutmasst, der Schweizerischen Nationalbank (SNB) würde sich Ende 2022 die Möglichkeit bieten, den Anfang vom Ende der Negativzinspolitik einzuläuten. Für alle Marktteilnehmer überraschend, hat sie nun bereits per 17. Juni diesen Startpunkt gesetzt. Bekanntlich hat sie den SNB-Leitzins und den Zins auf Sichtguthaben um einen halben Prozentpunkt auf -0.25% angehoben. Zwar verharren wir damit immer noch im Regime der Negativzinsen, dessen Ende inzwischen aber greifbar nahe ist. Überrascht hat zum einen die Anhebung um satte 50 Basispunkte, muss man doch bis ins Jahr 2000 zurückgehen, als die SNB letztmals einen solch starken Schritt nach oben tätigte

(Grafik 1). Zum anderen erstaunt die Tatsache, dass die SNB noch vor der Europäischen Zentralbank (EZB) aktiv wurde. In der Vergangenheit war die SNB meistens im Schlepptau der EZB unterwegs. Es wurde stets betont, dass die Zinsdifferenz zwischen der Schweiz und der Eurozone für das Gedeihen der Schweizer Wirtschaft von zentraler Bedeutung sei. Bei der geldpolitischen Lagebeurteilung im März hiess es seitens der SNB noch, sie sei bereit, am Devisenmarkt zu intervenieren, um dem Aufwertungsdruck auf den Franken entgegenzuwirken. Zudem wurde im Januar die Reaktivierung des sektoriellen anti-zyklischen Kapitalpuffers angekündigt. In Kraft gesetzt wird dieser aber erst per Ende September 2022. Die SNB schien also nicht in Eile zu sein und alles deutete auf eine Politik der ruhigen Hand hin.

Grafik 1: Zinserhöhung von 0.5% letztmals im Jahr 2000

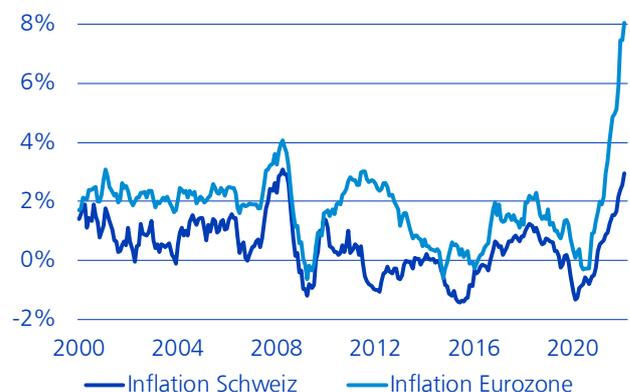
SNB-Zinspolitik im Libor-Zeitalter



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Grafik 2: Vergleichsweise moderate Schweizer Inflation

Inflationsentwicklung in der Eurozone und der Schweiz



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Inflationsdynamik bereitet Sorgen

Zwar sind die Preissteigerungen in der Schweiz im internationalen Vergleich bisher unterdurchschnittlich ausgefallen, dennoch bereitet die Inflation der SNB grosse Sorgen (Grafik 2). So liegt die Teuerung mit 2.9% auch hierzulande über dem Zielband von 0 bis 2%, das die SNB mit Preisstabilität gleichsetzt. Hinzu kommt die Befürchtung, dass die Teuerung auf Waren und Dienstleistungen übergreift, die nicht direkt vom Krieg in der Ukraine oder von den Folgen der Pandemie betroffen sind. Wie SNB-Notenbankpräsident Thomas Jordan in der Pressekonferenz im Nachgang zum Zinsentscheid ausführte, würden zudem die Preiserhöhungen rascher weitergegeben und auch einfacher akzeptiert, als dies noch vor kurzem der Fall gewesen sei. Das Gespenst der Lohn-Preis-Spirale macht also auch in der Schweiz die Runde. In ihrer bedingten Inflationsprognose erwartet die SNB, dass die Inflation nach durchschnittlich 2.8% in diesem Jahr zwar wieder auf 1.5% sinken wird, gegen Ende ihres Prognosehorizonts aber bereits wieder über dem oberen Zielpunkt von 2% zu liegen kommt (Grafik 3). Ohne die jetzige Zinserhöhung läge die Inflationsprognose noch deutlich höher, wie die SNB im Mediengespräch ausführte.

Wir rechnen mit vorerst steigender Inflation

Gemäss unserer Prognose wird der Inflationsbuckel indes höher ausfallen als von der SNB prognostiziert (Grafik 4). Gegen Ende Jahr rechnen wir mit Inflationsraten von knapp 4%. Für das Gesamtjahr resultiert dadurch ein Wert von 3.1%. Für nächstes Jahr prognostizieren wir mit 2.2% eine Inflationsrate, die weiterhin über dem Ziel der SNB liegen wird. Die Inflation ist also gekommen, um zu bleiben. Ein wichtiger Grund dafür ist der hohe Anteil von knapp 25% an administrierten Preisen im Schweizer Landesindex der Konsumentenpreise. Administrierte Preise

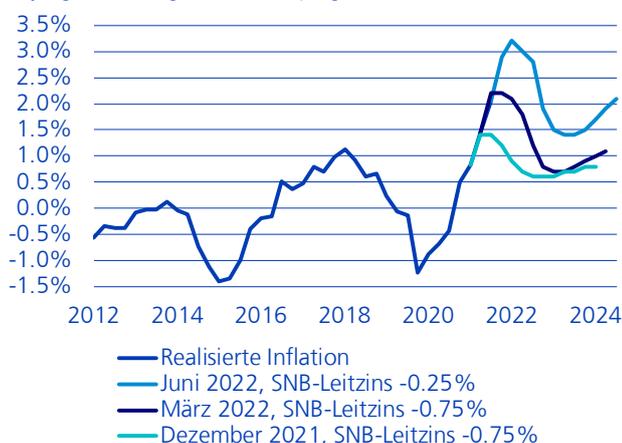
werden typischerweise selten angepasst, dafür aber erratisch. Ein klassisches Beispiel dafür sind die Strompreise für Privathaushalte (Grafik 5). Es zeichnet sich ab, dass die Inflation aufgrund von hohen Rohstoffpreisen und ungünstigen Basiseffekten auch in den nächsten Monaten hoch bleiben wird. Ist die Inflation nur für kurze Zeit hoch, reduzieren die Unternehmen üblicherweise ihre Margen. Bleibt die Inflation hingegen längere Zeit hoch, werden die höheren Inputkosten auf die Endabnehmer überwältigt – vorausgesetzt, die entsprechende Nachfrage ist vorhanden. Dies gilt nicht nur für die Güter und Dienstleistungen, die den Marktpreisen unterliegen, sondern auch für diejenigen mit administrierten Preisen. Entsprechend rechnen wir für die nächsten Monate mit tendenziell steigenden Preisen, da nicht zuletzt die Güter und Dienstleistungen mit administrierten Preisen angepasst werden.

Wechselkurs (noch) keine Inflationsbremse

Im März bezeichnete die SNB den Franken noch als hoch bewertet. Bis Mitte Juni hat er sich nominal gerade mal um knapp 2% abgeschwächt. Dennoch ist aus Sicht der SNB die Schweizer Währung nun nicht mehr hoch bewertet. Gemäss unseren Berechnungen war der Franken notabene bereits seit geraumer Zeit nicht mehr überbewertet. Devisenmarktinterventionen schliesst die SNB dennoch nicht aus – aber jetzt bei Bedarf auf beide Seiten hin. Sollte sich der Franken übermässig aufwerten, wäre die SNB weiterhin bereit, Devisen zu kaufen. Würde sich der Franken hingegen abschwächen, würde sie umgekehrt auch Devisenverkäufe erwägen, so ihre Formulierung. Bei der Abschwächung fehlt das Wort «übermässig». Entsprechend scheint eine Frankenaufwertung wünschenswert. Wie verschiedene Studien für die Schweiz zeigen, ist indes der sog. Pass-through-Wechselkurseffekt

Grafik 3: SNB revidiert Inflationsprognose für die Schweiz

Die jüngsten bedingten Inflationsprognosen der SNB



Quellen: Zürcher Kantonalbank, SNB

Grafik 4: Wir prognostizieren eine Inflation bis gegen 4%

Inflationsprognose Schweiz: ZKB und SNB im Vergleich



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

auf die Konsumentenpreise schwach. Das heisst, dass eine Aufwertung des Schweizer Francs markant ausfallen müsste, um den Index der Konsumentenpreise spürbar zu bremsen. So gibt es die grobe Faustregel, dass eine 10-prozentige Aufwertung die Inflation um 1% dämpfen würde. Angesichts der bevorstehenden konjunkturellen Abschwächung (siehe Abschnitt nebenan «Konjunkturelle Bremsung nicht zu vermeiden») ist eine so starke Aufwertung indes nicht wünschenswert. Entsprechend wird unserer Ansicht nach die jüngste Zinserhöhung und die damit verbundene Erwartung einer Frankenaufwertung die Konsumentenpreise vorerst kaum merklich bremsen.

Weitere Zinsschritte äusserst wahrscheinlich

Bei ihrer geldpolitischen Lagebeurteilung von Mitte Juni betont die SNB es sei «nicht auszuschliessen, dass in absehbarer Zukunft weitere Zinserhöhungen nötig werden». Unserer Ansicht nach ist es sehr wahrscheinlich, dass die SNB die Inflation aggressiver bekämpfen und bereits bei ihrer nächsten geldpolitischen Lagebeurteilung im September den Leitzins nochmals um 0.5% anheben wird. Damit könnte die knapp achtjährige Ära der Negativzinspolitik beendet werden. Wir sind überzeugt, dass sich die grossen Notenbanken zurzeit dezidiert der Inflationsbekämpfung widmen. Rezessionsrisiken werden zu einem späteren Zeitpunkt stärker gewichtet. So kann die SNB im Kielwasser der US-Notenbank und der EZB weiter in Richtung Normalisierung segeln. Aus heutiger Sicht erachten wir es als wahrscheinlich, dass der Leitzins auch im Dezember, März und Juni jeweils um 25 Basispunkte angehoben wird, so dass auch die expansive Geldpolitik langsam ihrem Ende entgegen geht (Grafik 6).

Konjunkturelle Bremsung nicht zu vermeiden

Die Schweizer Wirtschaft ist im Vergleich zum nahen Ausland gut durch die Pandemie gekommen und das aktuelle Wirtschaftswachstum gestaltet sich weiterhin günstig. Die konjunkturellen Frühindikatoren signalisieren trotz Ukraine-Krieg und Lieferengpässen alles andere als einen Wirtschaftseinbruch (Grafik 7). Die Schweizer Wirtschaft wird sich im zweiten Halbjahr unter anderem aufgrund des forschen Vorgehens seitens der Notenbanken abschwächen, aber mit einem statistischen Überhang von aktuell mehr als 2% wird das Wachstum auf dem Papier trotzdem sehr stattlich ausfallen. Der von uns prognostizierte Zinsanstieg wird sich insbesondere beim Exportsektor bemerkbar machen. Die Auslandnachfrage wird schwächer ausfallen. Da die Binnennachfrage vergleichsweise robust bleibt, reduziert sich der Wachstumsbeitrag des Aussenhandels. Neu rechnen wir für dieses Jahr mit einem BIP-Wachstum von 2.7% (bisher 3%) und für nächstes Jahr mit von 1.5% (bisher 1.7%). Der pandemiebedingte Nachholbedarf im Dienstleistungssektor stützt die Inlandnachfrage. Zudem liefert auch der Staatskonsum einen positiven Wachstumsbeitrag, nicht zuletzt aufgrund der Flüchtlinge aus der Ukraine. Gemäss der jüngsten Umfrage der Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich (KOF) beabsichtigen die Unternehmen zwar ihre Investitionen 2023 gegenüber 2022 leicht zu reduzieren. Angesichts der Diskussionen um Near- und Reshoring ist indes nicht mit einem Einbruch der Ausrüstungsinvestitionen zu rechnen. Hingegen werden die Bauinvestitionen auch 2023 unterdurchschnittlich wachsen.

Grafik 5: Erratische Preisanpassung bei administrierten Preisen

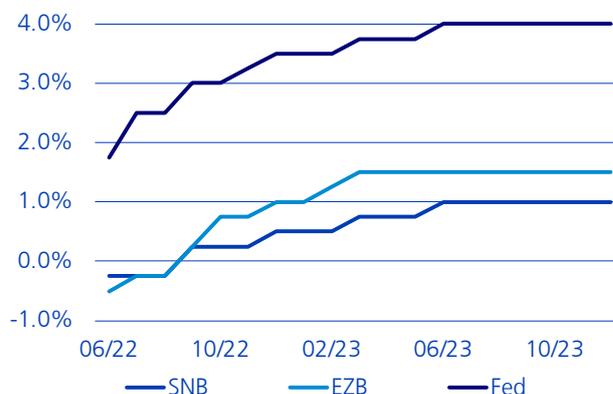
Konsumentenpreisindex und Subindex Elektrizität



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Grafik 6: Erst am Anfang des Zinserhöhungszyklus

Leitzinsprognosen der Zürcher Kantonalbank



Quelle: Zürcher Kantonalbank

Lohn-Preis-Spirale kommt nicht in Schwung

Entgegen den meisten Konsensus-Ökonomen rechnen wir für 2023 mit einer leicht steigenden Arbeitslosenrate (siehe Tabelle rechts). So läuft der pandemiebedingte Aufschub struktureller Anpassungen aus. Die Konkursraten werden zumindest wieder das Vorkrisenniveau erreichen, nachdem sie während zweier Jahre unterdurchschnittlich waren. Der Industriesektor wird davon überdurchschnittlich betroffen sein. Also der Sektor, der zurzeit auch am meisten Mühe bekundet, hochqualifizierte Arbeitskräfte zu finden. Die Zahl der offenen Stellen, die sich derzeit auf einem Rekordhoch befindet, wird mit der erwähnten konjunkturellen Abkühlung wieder abnehmen. Leicht steigende Arbeitslosenzahlen und dannzumal sinkende Inflationsraten (siehe Grafik 4) sprechen nicht für eine Lohn-Preis-Spirale in der Schweiz. Dennoch: Die Sozialpartner dürften in diesem Jahr deutlich höhere Nominallöhne vereinbaren. Hohe Inflation und robuste Nachfrage – wann, wenn nicht jetzt sollen die Löhne steigen? Angesichts der oben beschriebenen Entwicklung der Konjunktur und der Inflation dürfte es indes bei einem Einmaleffekt bleiben. Unter dem Strich nimmt die Kaufkraft ab. So resultierte bereits im vergangenen Jahr – zumindest gemäss offizieller Statistik – ein untypischer, nominaler Lohnrückgang und folglich auch ein Reallohnrückgang. Und in diesem Jahr dürfte der Reallohnverlust aufgrund der hohen Inflation empfindlich ausfallen (Grafik 8).

Schlussfolgerung

Die SNB reagierte Mitte Juni dezidiert auf den Inflationsanstieg. Sie bremste damit früher als andere Notenbanken. Erfahrungsgemäss sind die volkswirtschaftlichen Kosten einer frühen Bremsung deutlich geringer als bei einer Politik nach dem Prinzip Hoffnung. Dieser eine Zinsschritt genügt indes nicht, die Inflation in geordnete Bahnen zu

lenken. Daher rechnen wir mit weiteren Zinsschritten in den nächsten Quartalen. Das Bonmot, Geldpolitik sei in ihren Anfängen mehr Kunst als Wissenschaft gewesen, heute sei sie aber mehr Wissenschaft als Kunst, gilt nur noch bedingt. Angesichts der geopolitischen Lage und der in verschiedenen Ländern massiv steigenden Inflation wird die Geldpolitik wieder zur Kunst. Mit ihrem Zinsentscheid hat die SNB die Zügel in die Hand genommen. Trotz grosser Unwägbarkeiten kann sie das Geschehen dadurch filigran steuern, sei es über Devisenmarktinterventionen oder über weitere Zinsschritte. Wie diese Ausführungen aufzeigen, besteht die berechtigte Hoffnung, dass die Schweizer Wirtschaft auch in dieser heiklen globalen Wachstumsphase im Generellen zu den wenig Geprellten zählen wird.

Prognosen der Zürcher Kantonalbank

	2022	2023
BIP-Wachstum	2.7%	1.5%
Inflation	3.1%	2.2%
Arbeitslosenquote	2.3%	2.5%

Grafik 7: Frühindikatoren deutlich im Wachstumsbereich (>50)

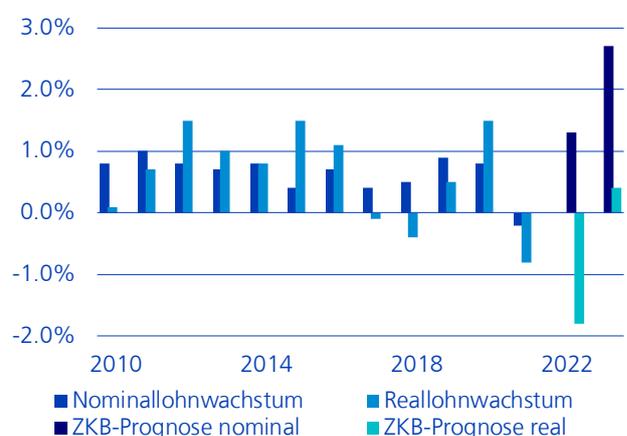
Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Schweiz



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Grafik 8: Unter dem Strich bleibt ein Kaufkraftverlust

Lohnentwicklung in der Schweiz inkl. Prognose



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Kontakt



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

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.