

Schweizer Inflationsausblick: Freundlich, mit kleinen Unsicherheiten

12. Februar 2024

- Die Schweizer Inflationsrate ist im letzten halben Jahr deutlich zurückgekommen. Seit Juni liegt sie unter 2 % und damit im Zielband der Schweizerischen Nationalbank (SNB) von 0 bis 2 %.
- Kurzfristig dürften vor allem steigende Mieten und Strompreise die Inflation noch etwas erhöht halten. Dämpfende Effekte gehen dagegen u.a. von rückläufigen Güterpreisen aus.
- Wir rechnen damit, dass sich die Teuerungsrate bis 2025 auf einem Niveau von rund 1 % stabilisieren wird. Die SNB dürfte diesen Spielraum nutzen und ihren Leitzins bereits im Verlauf von 2024 senken.

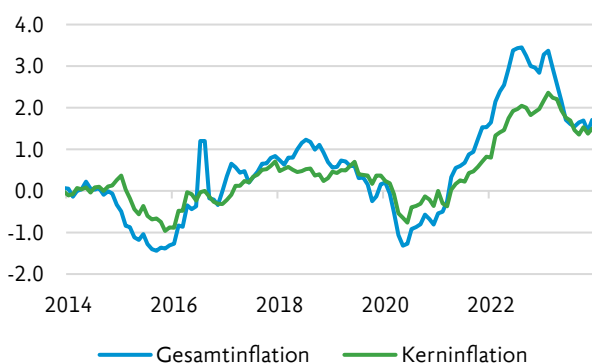
Brian Mandt, Chefökonom
Björn Eberhardt, Leiter Investment Office

In unserer Investment Office News vom 30. November 2023 («US Inflation auf Kurs Richtung Zielwert») haben wir unseren Ausblick für die US-Inflation im Jahr 2024 dargelegt. Im Folgenden stellen wir eine vergleichbare Analyse für die Schweizer Inflation vor.

Geldentwertung hat sich verlangsamt

Die Inflation hält uns wohl auch dieses Jahr in Atem. Dabei ist sie in der Schweiz bereits deutlich gefallen – oder anders ausgedrückt: die Geldentwertung hat sich abgeschwächt. Während die Teuerungsrate im Jahr 2022 in der Spitze auf 3.5 % kletterte, befindet sie sich seit Juni 2023 unter 2 % und damit im Zielband der Schweizerischen Nationalbank (SNB) von 0 bis 2 %.

Abbildung 1: Inflation ist 2023 deutlich gefallen
% gegenüber Vorjahr



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv

Die Inflationsrate stellt dabei die Veränderung des Verbraucherpreisindex (VPI) zum Vorjahresmonat dar. Dieser misst,

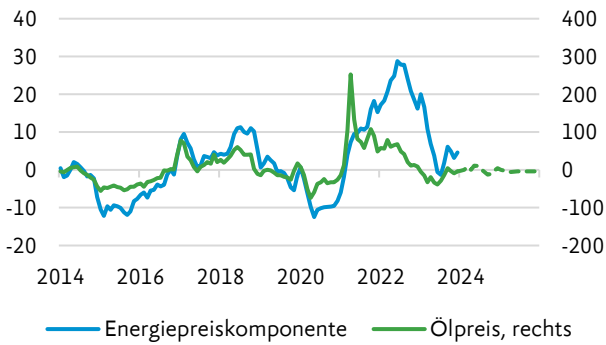
wie sich die Ausgaben verändern, um einen bestimmten Lebensstandard zu erhalten. Der Warenkorb, der dem VPI zugrunde liegt, enthält daher eine Auswahl von Waren und Dienstleistungen, die von privaten Haushalten konsumiert werden. Er setzt sich aus zwölf Hauptgruppen zusammen, die entsprechend ihres Anteils an den Haushaltsausgaben gewichtet werden. Da die privaten Haushalte in der Schweiz mehr Dienstleistungen als Güter konsumieren, entfallen knapp 59 % der Produkte auf Dienstleistungen und gut 41 % auf Konsumgüter. Die Energie- und Treibstoffkomponenten sowie Nahrungsmittel haben einen hohen Anteil innerhalb des Bereichs der Konsumgüter. Bei den Dienstleistungen sind Mieten der mit Abstand wichtigste Ausgabenblock für private Haushalte. Eine Besonderheit des Schweizer VPI ist, dass aussergewöhnlich viele Preise – rund ein Viertel – staatlich reguliert werden. Im europäischen Vergleich nimmt die Schweiz mit diesem Gewicht damit den Spitzenplatz ein noch vor Serbien und den Niederlanden. Spanien und Irland haben z.B. mit 5.3 % bzw. 7.4 % den niedrigsten Anteil an administrierten Preisen. Ein hoher Anteil staatlich regulierter Preise kann dabei als Puffer gegenüber globalen Preisschwankungen wirken, wie sich in den vergangenen drei Jahren gezeigt hat.

1. Energie und Treibstoffpreise (Gewicht: ca. 6 %)

Die Energie- und Treibstoffkomponenten machen ca. 6 % des VPI aus. Das ist im internationalen Vergleich niedrig. Im Euroraum und den USA liegen die Anteile mit gut 10 % bzw. 7 % signifikant höher. Deswegen haben Energiepreisbewegungen auf die Inflation dieser Länder einen erheblich höheren Einfluss als hierzulande. Die Energie- und Treibstoffpreise werden bei der Ermittlung der Kerninflation ausgerechnet, denn sie zählen zu den besonders schwankungsanfälligen Komponenten. Zudem hängt ihre Entwicklung stärker von dem Angebot und der Nachfrage auf den Weltmärkten ab und weniger von inländischen Faktoren. Beim Rohölpreis spielt zusätzlich eine Rolle, dass die

OPEC+, ein Zusammenschluss wichtiger erdölexportierender Länder, Einfluss auf den globalen Ölpreis nimmt. Sie macht das, indem sie die Rohölförderung ausweitet oder reduziert.

Abbildung 2: Energie- und Treibstoffpreise nehmen ab
% gegenüber Vorjahr, gestrichelte Linie=Prognose



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv

So drosselte das Ölkartell zuletzt die Produktion, um den Ölpreis hochzuhalten. Doch andere Länder wie die USA und Brasilien haben ihre Rohölproduktion hochgefahren. Das Angebotsdefizit dürfte sich weiter verringern. Den Preis für Öl der Nordseesorte Brent erwarten wir daher in diesem Jahr etwa auf dem Niveau von gut 80 US-Dollar pro Barrel, was u.a. voraussetzt, dass die Ölförderung durch den Krieg in Nahost nicht beeinträchtigt wird. Der Beitrag der Treibstoffpreise zur Gesamtinflation sollte dieses Jahr insgesamt relativ gering ausfallen.

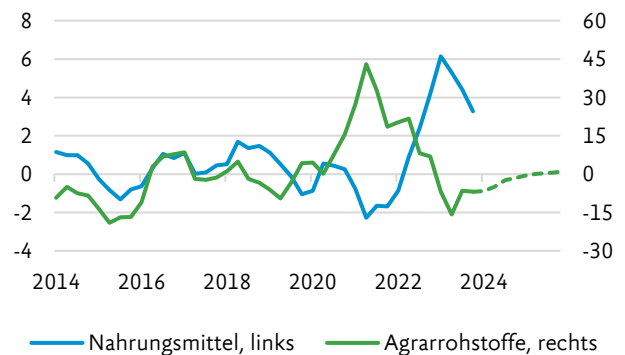
Bei den Strompreisen (Gewicht: 1.8 %), die im Jahr 2023 mit einer Steigerung von 25.5 % zum Vorjahr nur für sich schon ca. 0.5 Prozentpunkte zur Gesamtinflationsrate beitrugen, dürfte sich ähnliches auch im Jahr 2024 wiederholen. Denn gemäss Angaben der Eidgenössischen Elektrizitätskommission stiegen die Strompreise für einen durchschnittlichen Haushalt in der Schweiz per Januar 2024 um 18 %. Insofern werden die Strompreise in diesem Jahr ebenfalls einen signifikanten Beitrag zur Gesamtinflationsrate liefern.

2. Nahrungsmittelpreise (Gewicht: ca. 10 %)

Auch die Nahrungsmittelpreise mit 10 % Anteil am VPI sind recht volatil. Daher rechnet das Bundesamt für Statistik (BFS) einen Teil der Nahrungsmittel – frische und saisonale Produkte – aus der Kerninflation heraus. Ähnlich wie die Energiepreise werden sie von dem globalen Angebot und der Nachfrage bestimmt. Hierbei haben sich die Angebotsbedingungen für Agrar- und Lebensmittelrohstoffe in den letzten Monaten verbessert. Faktoren wie die Nichtverlängerung der Schwarzmeer-Getreide-Initiative, das indische Exportverbot für Nicht-Basmati-Reis und die Verschärfung des Wetterphänomens El Niño wurden durch verbesserte Aussichten für wichtige Nahrungsmittel wie Mais, Sojabohnen und Weizen ausgeglichen. So schätzt die World Bank, dass die Agrarpreise nach einem prognostizierten Rückgang

um 7 % im Jahr 2023 in den Jahren 2024 und 2025 um weitere 2 % sinken dürften. Tatsächlich ist die Inflation bei Nahrungsmitteln in der Schweiz seit Anfang 2023 deutlich zurückgekommen. Allerdings ist sie nach Ausbruch der Corona-Krise im internationalen Vergleich auch weit weniger stark gestiegen. Während die Teuerungsraten für Lebensmittel im Euroraum und den USA in der Spitze auf knapp 18 % bzw. gut 11 % stiegen, betrug das Hoch in der Schweiz 6.4 %.

Abbildung 3: Inflation der Nahrungsmittelpreise sinkt
% gegenüber Vorjahr, gestrichelte Linie=Prognose



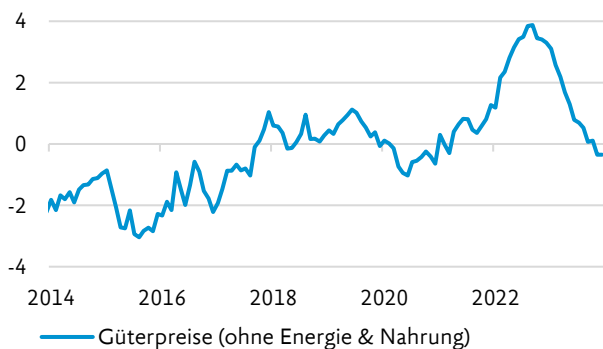
Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv, Oxford Economics

Grund hierfür ist u.a., dass die hohen Lohn- und Logistikkosten als Puffer gegenüber den globalen Schwankungen der Lebensmittelpreise wirken. Zudem sind die fixen Kosten wie Maschinen und Gebäude hierzulande deutlich höher als die variablen Kosten wie Dünger und Saatgut. Darüber hinaus wendet die Schweiz ein dynamisches Einfuhrzollsystem an. So werden die Zölle bei steigenden Weltmarktpreisen nach unten angepasst und umgekehrt. Auch das hilft Schwankungen der globalen Lebensmittelpreise abzufedern. Insgesamt erwarten wir, dass sich die Nahrungsmittelinflation hierzulande noch weiter zurückbilden wird und sich damit sogar dämpfend auf die Gesamtinflation auswirken dürfte.

3. Güterpreise (Gewicht: ca. 25 %)

Die Preise für Güter ohne Energie- und Nahrungsmittel befinden sich seit einigen Monaten im Sinkflug. Grund hierfür ist u.a., dass die Nachfrage der Konsumenten zum Beispiel nach langlebigen Konsumgütern nachgelassen hat. Gleichzeitig hat sich die Angebotsituation dahingehend verbessert, dass sich die globalen Lieferengpässe in den allermeisten Branchen aufgelöst haben. Das sah kurz nach Ausbruch der Coronavirus-Pandemie anders aus. Die Restriktionen und Lockdowns führten dazu, dass die privaten Haushalte ihren Konsum auf Güter verlagerten, denn der Konsum von Dienstleistungen wie Theater- und Restaurantbesuche sowie Reisen war ihnen grösstenteils verwehrt. Die überraschend kräftige Nachfrage und die gleichzeitig auftretenden Lieferengpässe führten dazu, dass die Preise für Konsumgüter – nicht nur in der Schweiz – deutlich stiegen.

Abbildung 4: Güter ohne Nahrung & Energie
% gegenüber Vorjahr



Quelle: Luzerner Kantonalbank, BFS

Bis Mitte 2022 kletterte die Inflation dieser Preise in der Schweiz auf 3.8 %, für langlebige Konsumgüter sogar auf 6.6 %. Mittlerweile hat der Preisauftrieb deutlich nachgelassen. Die Schweiz profitiert zudem vom starken Franken. Dieser wertete in den vergangenen Monaten gegenüber den Währungen wichtiger Handelspartner wie den USA und dem Euroraum auf. Somit nahem die Preise für Importgüter zuletzt sogar um 0.2 % zum Vorjahr ab. Wir gehen davon aus, dass der Franken auch dieses Jahr gefragt bleibt und damit stark. Per Saldo erwarten wir daher, dass sich die Güterpreise 2024 auf moderatem Niveau stabilisieren werden.

4. Dienstleistungspreise (Gewicht: ca. 59 %)

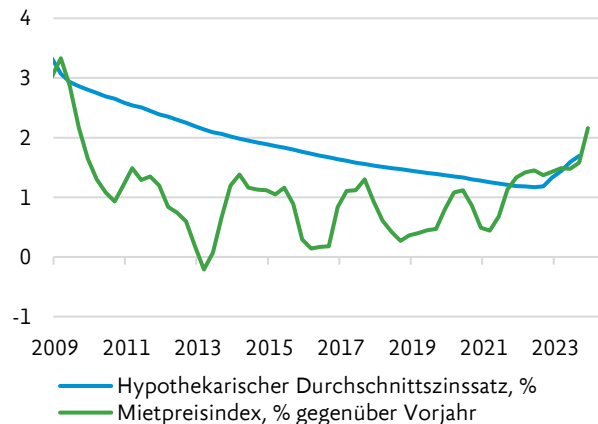
Entsprechend des Konsumverhaltens der Bevölkerung haben die Dienstleistungsprodukte ein hohes Gewicht am VPI. Grundsätzlich spielen die Löhne eine wichtige Rolle bei der Entwicklung der Dienstleistungspreise. So zeigen Analysen der Europäischen Zentralbank (EZB) für den Euroraum, dass die Arbeitskosten im Dienstleistungssektor etwa 40 % der gesamten Kostenstruktur ausmachen, wogegen sie in der Industrie einen Anteil von ca. 20 % haben. In der Schweiz dürfte der Arbeitskostenanteil in etwa vergleichbar sein, wenn nicht sogar höher liegen. Darüber hinaus ist der Dienstleistungssektor weniger abhängig von direkten Importen und den damit zusammenhängenden Importpreisen als die Industrie. Zudem sind wichtige Dienstleistungen wie der öffentliche Verkehr, Gesundheitsleistungen sowie Ausgaben für Versicherungen ganz oder teilweise administriert.

a) Mieten (Gewicht: ca. 19 %)

Von den Komponenten der Dienstleistungspreise haben Mieten mit über 19 % den grössten Anteil am gesamten VPI. Sie setzen sich zusammen aus den Komponenten kalkulatorische Mieten mit knapp 4 % und den Wohnungsmieten mit fast 15 %. Die kalkulatorischen Mieten entsprechen den unterstellten Mieten für selbstgenutztes Wohneigentum. Sie sind im VPI enthalten, um die Kosten zu approximieren, die einem Eigenheimbesitzer durch die Nutzung der eigenen vier Wände entstehen. Der Rückgriff auf die Mietäquivalenz ist ein Verfahren, das auch in anderen Ländern wie den USA

verwendet wird. In der Schweiz funktioniert dieses Verfahren gut, denn der heimische Mietmarkt ist sehr liquide. Zudem ist die Wohneigentumsquote mit gut 40 % deutlich niedriger als anderswo. In Deutschland liegt sie bei 51 %. Noch höher liegt sie in den USA mit 66 %.

Abbildung 5: Mieten bleiben wichtiger Inflationstreiber



Quelle: Luzerner Kantonalbank, BWO, Refinitiv

Ein entscheidender Einflussfaktor für die Wohnungsmieten ist die Entwicklung des hypothekarischen Referenzzinssatzes. Dieser stieg im vergangenen Dezember von 1.5 % auf 1.75 %. Das erlaubt Vermietern, den Mietzins um ca. 3 % anzuheben, wenn der Mietvertrag auf einem tieferen Referenzzinssatz als 1.75 % basiert. Die Mietanpassungen können auch höher ausfallen, da ein Teil der aufgelaufenen Kostensteigerungen ebenfalls an die Mieter überwältigt werden kann. Die nächste Mietzinsanpassung steht somit im April an. Bereits im November stiegen die Wohnungsmieten um 1.1 % gegenüber dem Vormonat und trugen damit 0.2 Prozentpunkte zur Vormonatsentwicklung des VPI bei. Das war allerdings verhaltener als allgemein erwartet wurde.

Der hypothekarische Referenzzinssatz basiert auf den durchschnittlichen Hypothekarzinsen. Diese wiederum werden u.a. beeinflusst vom Ausblick der Geldpolitik in der Schweiz. Die SNB hat den Leitzins seit Juni 2023 bei 1.75 % belassen und wir erwarten, dass sie ihn in der zweiten Jahreshälfte auf 1.25 % senken wird, vorausgesetzt die Inflationsrate bleibt im Zielband 0 bis 2 %. Da auch die Finanzmärkte von einem sinkenden SNB-Leitzins ausgehen, sind die Hypothekarzinsen in der Schweiz seit Anfang Oktober 2023 deutlich zurückgegangen. Im Schnitt liegen die meisten Sätze aber immer noch über 2%. Der Aufwärtsdruck auf den Referenzzinssatz dürfte damit zwar abnehmen, ein weiterer Anstieg im Verlauf von 2024 auf dann 2 % ist aber relativ wahrscheinlich.

Da die Mietzinsen für die Berechnung des VPI nur quartalsweise erhoben werden, besteht das Risiko, dass sich Anhebungen, die in der Zwischenzeit erfolgt sind, verzögert im

VPI zeigen werden. Aufgrund des hohen Gewichts der Mieten am VPI dürften sie somit ein wichtiger Treiber für die Inflation auch in den kommenden Quartalen bleiben.

b) Übrige Dienstleistungen (Gewicht: ca. 30 %)

Die übrigen Dienstleistungen haben einen Anteil von rund 30 % am VPI. Hierzu zählen u.a. die Ausgaben für Restaurants und Hotels mit 9.3 % sowie Freizeit- und Kulturdienstleistungen mit knapp 3 %. Die Inflationsrate für Dienstleistungen ohne Mieten erreichte im April 2023 ihr Hoch bei fast 2.1 %. Seitdem ist sie zwar etwas zurückgekommen. Mit 1.7 % lag sie jedoch für hiesige Verhältnisse noch auf hohem Niveau. Grund hierfür ist die anhaltend hohe Nachfrage der privaten Haushalte nach Dienstleistungen. Nach wie vor sind Services gefragt, deren Konsum während der Lockdowns verwehrt waren. Zusätzlich machen sich auch die gestiegenen Löhne bzw. Arbeitskosten bemerkbar. Sie haben wie bereits erwähnt einen hohen Einfluss auf die Dienstleistungspreise. Die Dienstleistungsinflation ex Mieten dürfte daher noch einige Monate auf erhöhtem Niveau bleiben. Wir gehen jedoch davon aus, dass sich die Nachfrage nach Dienstleistungen wieder normalisieren wird. Dagegen dürften die nominalen Durchschnittslöhne dieses Jahr mit gut 2 % zum Vorjahr deutlich zulegen.

Abbildung 6: Dienstleistungspreise (ohne Mieten)

% gegenüber Vorjahr



Quelle: Luzerner Kantonalbank, BFS

Die im Januar 2024 erfolgte Erhöhung der Mehrwertsteuer dürfte sich nur in einer sehr leichten Erhöhung der Inflationsdaten für 2024 niederschlagen. Denn das Ausmass der Anpassung ist überschaubar und wichtige Komponenten (wie Mieten) sind von der Mehrwertsteuer ohnehin ausgenommen.

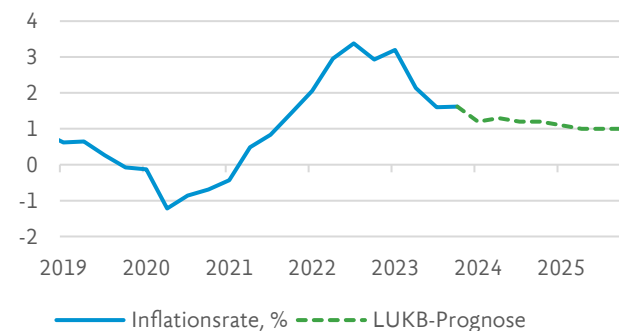
So war auch der Effekt einer gleich grossen Mehrwertsteuererhöhung im Januar 2011 recht schwach ausgeprägt und nur in gewissen Kategorien erkennbar (z.B. bei Restaurants und Hotels). Wir gehen davon aus, dass dies im Januar 2024 ähnlich ausfallen wird.

Fazit: Inflationsperspektiven sind freundlich

Für die Inflationsrate im Januar, die das BFS am 13. Februar veröffentlichen wird, erwarten wir einen Wert von 1.7 %, nach 1.7 % im Dezember. Insgesamt schätzen wir die Aussichten für die Entwicklung der Schweizer Inflation positiv ein. So erwarten wir, dass die Teuerungsrate im Durchschnitt dieses Jahres mit 1.2 % im Zielband der SNB von 0 bis 2 % bleibt. Wir gehen zwar davon aus, dass die Mieten weiter steigen werden und den VPI damit nach oben drücken. Auch der erneute Anstieg der Strompreise sowie die Mehrwertsteuererhöhung wirken erhöhend auf die Inflationsrate. Doch demgegenüber stehen einige dämpfende Effekte. Die Inflationsrate könnte sich bis nächstes Jahr auf einem Niveau von rund 1 % stabilisieren – vorausgesetzt eine Preis-Lohn-Spirale wird vermieden und es kommt zu keinen Verwerfungen an den globalen Energie- und Agrarrohmstoffmärkten.

Abbildung 7: Positive Inflationsaussichten voraus

% gegenüber Vorjahr



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv

Stabilisiert sich die Inflation auf niedrigerem Niveau, dann eröffnet sich für die SNB Spielraum, ihren Leitzins zu senken. Wir gehen davon aus, dass sich die Währungshüter Zeit lassen werden und den Leitzins erst in der zweiten Jahreshälfte reduzieren werden. Würden sie den Leitzins unverändert lassen, würde der inflationsbereinigte Leitzins weiter steigen. Das würde die Wirtschaft stärker bremsen als von der SNB gewünscht.