

EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

April 2023

Schweiz

Die jüngsten Daten zur Lohnentwicklung im Jahr 2022 offenbaren trotz des nominalen Anstiegs von 0.9% einen Rückgang der Reallöhne um 1.9%. Dies mag für Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer enttäuschend sein, entlastet jedoch die Sorge vor einer drohenden Lohn-Preis-Spirale. Darüber hinaus verzeichneten die Produzentenpreise erstmals einen geringeren Anstieg als die Kerninflationsrate (Abbildung 1), was als Indiz dafür interpretiert werden kann, dass das Schlimmste überwunden ist.

Trotzdem ist es wahrscheinlich, dass die Inflation auf einem zähen Niveau verbleibt, weshalb bei der bevorstehenden Sitzung im Juni mindestens ein Zinsschritt von 25 Bps erwartet wird. Der Markt ist in dieser Hinsicht uneinig und schliesst eine Erhöhung von 50 Bps nicht aus (Abbildung 2). Die Schweizer Wirtschaft zeigt sich nach wie vor stabil, wie etwa die historisch niedrige Arbeitslosenquote unterstreicht. Dies deutet darauf hin, dass sie zusätzliche Zinsschritte verkraften kann. Dennoch lassen sich am Zinsmarkt noch Nachwirkungen des Bankentumults ausmachen, was auf eine anhaltende Unsicherheit im Finanzsystem hindeutet.

Eine Analyse der Hypothekarzinsen verdeutlicht, dass die durchschnittliche Marge einer Hypothek mit fester Laufzeit im April im Vergleich zu März und Februar um 26 Bps bzw. 44 Bsp gegenüber der Rendite von Bundesobligationen gestiegen ist (siehe Abbildung 3; *Veränderungen ggü. den Vormonaten sind nicht dargestellt*). Dieser Anstieg lässt sich einerseits auf das erhöhte Gegenparteirisiko unter den Banken zurückführen, welches den Swap-Spread beeinflusst, und andererseits auf die zurückhaltendere Kreditvergabe, die sich in einer erhöhten Kreditmarge widerspiegelt. Infol-

gedessen bleibt das Niveau der Hypothekarzins-Kurve nahezu unverändert, während die Renditen von Bundesobligationen in der Zwischenzeit leicht gesunken sind.

Dies bedeutet für Kreditnehmer, dass bei einer Festhypothek hohe Risikomargen anfallen, welche mehr als nur die erwartete Zinsentwicklung widerspiegeln. Zudem impliziert dies für die Geldpolitik, dass die Finanzmarktbedingungen aufgrund dieser gesteigerten Risikowahrnehmung restriktiver geworden sind, was in etwa einem Zinsschritt entspricht.

Aktuell stehen die Banken im Fokus der Öffentlichkeit und der Regulierungsbehörden. So hat beispielsweise die FINMA kürzlich die Notfallpläne zweier Finanzintermediäre als unzureichend kritisiert. Die angespannte Lage wird dazu führen, dass die Banken ihre restriktive Haltung beibehalten und ihr Risiko anpassen. Daher ist es wahrscheinlich, dass die Kreditzinsen vorerst hoch bleiben werden, bis sich die Lage entspannt hat. Unterdessen dürfte die Swap-Kurve weiterhin flach bleiben und anfällig für Volatilität sein.

Unsere Erwartung

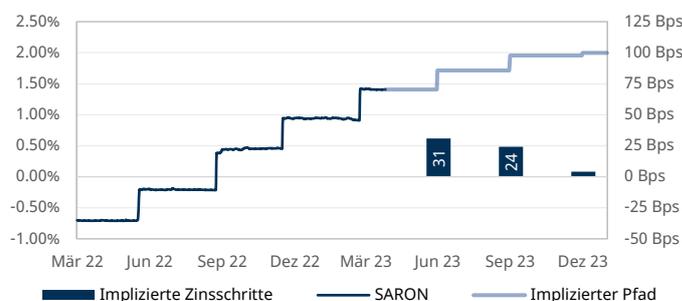
Die Inflationsdaten für April und Mai werden entscheidend für die Sitzung im Juni sein. Derzeit halten wir eine Erhöhung um 50 Basispunkte für wahrscheinlicher als um 25 Basispunkte, da ein ausreichender wirtschaftlicher Puffer vorhanden ist und die SNB lieber auf Nummer sicher geht. Darüber hinaus sehen wir einen Leitzins von 2.00% als Höhepunkt der Zinsentwicklung, den wir spätestens im dritten Quartal erreichen sollten.

Abbildung 1: Produzentenpreisindex & Kerninflationsrate



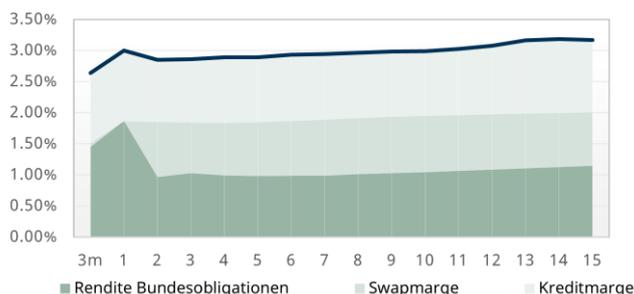
Bemerkung: Die Grafik bildet die Entwicklung der Produzentenpreise und der Kerninflationsrate ab. Die Veränderungen sind jeweils gegenüber des gleichen Monats im Vorjahr.
Quelle: Daten von SNB, per 27.04.2023

Abbildung 2: SARON und marktimplizierte Erwartung



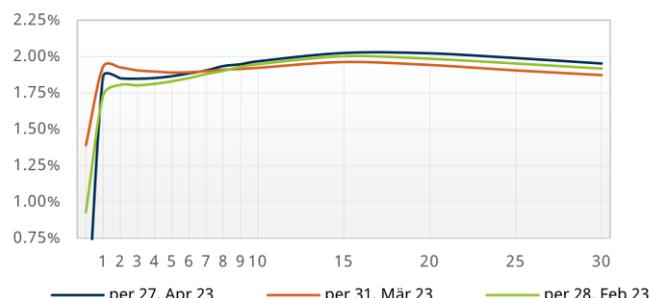
Bemerkung: Die Grafik bildet den SARON und die marktimplizierte Erwartung ab (rechte Achse). Diese werden von den Zinsswaps hergeleitet. Die linke Achse bildet die implizierte Zinsanpassungen (in Bps) im jeweiligen Monat, in der eine geldpolitische Sitzung vorgesehen ist.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 27.04.2023

Abbildung 3: Hypothekarzins-Kurve



Bemerkung: Die Hypothekarzins-Kurve wird auf der Grundlage der Durchschnittswerte der Schaufens-terzinssätze verschiedener Kapitalgeber erstellt. Die Kreditmarge ergibt sich als die Differenz des Hypo- thekarzinses und des Swapsatzes mit gleicher Laufzeit.
Quelle: Daten von Ascarix AG, Refinitiv Eikon, per 27.04.2023

Abbildung 4: Zinsstrukturkurve – Swapssätze



Bemerkung: Die Swap-Kurven dienen als grafische Darstellung der zugrundeliegenden Zinsstruktur am Schweizer Swap-Markt. Die jeweiligen Swap-Sätze per Stichtag zu den unterschiedlichen Laufzeiten (in Jahren) bilden gemeinsam die Swap-Kurve.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 27.04.2023

EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

April 2023

Ausland

Die US-Schuldenlast erreichte mit 31.4 Billionen USD im Januar die gesetzliche Obergrenze, deren Anhebung politisch umkämpft ist und sogar den Anleihemarkt beeinflusst. Infolgedessen hat sich die Renditedifferenz zwischen ein- und dreimonatigen US-Treasury Bills signifikant vergrößert (Abbildung 1), da Anleger ihre Investitionen von der dreimonatigen Anleihe abziehen und in die einmonatige Anleihe umschichten.

Es ist äusserst plausibel, dass eine Anhebung der Schuldengrenze unumgänglich ist und in die Wege geleitet wird. Ungeachtet dessen lastet die Schuldenlast schwer auf der US-Wirtschaft, welche seit fast zwei Dekaden ein Haushaltsdefizit verzeichnet und deren Staatsschuldenquote seit der Pandemie nach wie vor beträchtlich ist. Parallel zu den rasanten Zinsanstiegen verzeichnen die USA ebenfalls eine Zunahme der Zinskosten, die im Jahr 2022 um 35% angestiegen sind und für 2023 eine weitere Steigerung in ähnlichem Ausmass prognostiziert wird.

Gleichzeitig wird das Finanzsystem durch die anhaltende Unsicherheit im Bankensektor belastet, wie an der rasanten Abnahme der Gesamteinlagen in den amerikanischen Geschäftsbanken zu entnehmen ist (Abbildung 6). Diese Abnahme ist nicht nur auf die Befürchtungen einer möglichen Bankenkrise zurückzuführen, sondern auch darauf, dass sich die Einlagezinsen nicht im Gleichschritt mit den Marktzinsen bewegen, weshalb viele Einleger ihr Geld lieber am Anleihemarkt parken. Die Banken stehen vor der Herausforderung, zum Schutz ihrer Liquidität die Zinsen auf die Einlagen zulasten ihrer Margen zu erhöhen.

Dies führt unter anderem auch dazu, dass die Geldmenge M2 rasant zurückgegangen ist (Abbildung 7), da die Banken die Einlagen nicht mehr zu

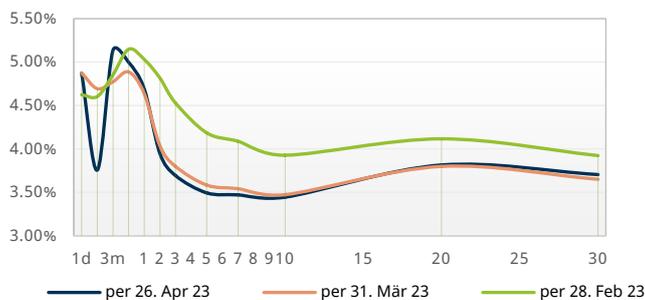
Kreditvergabezwecken verwenden können. Es ist auffällig, dass zusammen mit der Zunahme der Einlagen die Geldmenge während der Pandemie ausserordentlich angestiegen ist und sich nun zurück zum Trend bewegt, was aus Sicht der Inflationsbekämpfung positiv ist. Allerdings stellt sich hier die Frage, ob das Tempo dieser Entwicklungen die Banken nicht zu stark belastet und weitere Bankruns und Krisen verursachen oder sogar die Wirtschaft zu stark belasten könnte.

Der Markt prognostiziert sowohl für die Fed als auch für die EZB in den Sitzungen im Mai eine Zinserhöhung von maximal 25 Bps (Abbildung 8). Hinsichtlich der amerikanischen Geldpolitik erwartet der Markt, dass der Zinsgipfel in den nächsten Monaten erreicht wird und preist infolgedessen bereits Zinssenkungen ab dem Sommer ein. Im Gegensatz dazu geht der Markt für die EZB auch nach der Sitzung im Mai von weiteren Zinsschritten in Höhe von 25 Bps aus.

Unsere Erwartung

Aufgrund der jüngsten Entwicklungen im Finanzsektor wird der Effekt der restriktiven Geldpolitik verstärkt. Infolgedessen halten wir es für äusserst wahrscheinlich, dass die Fed den Zinsgipfel spätestens im Sommer erreichen wird. Ob es dann zu einer Zinsreduktion kommt, ist jedoch schwierig abzuschätzen und hängt von verschiedenen Faktoren ab, wie zum Beispiel der Stabilität des Finanzsystems und der Inflationsentwicklung. Darüber hinaus wird es immer wahrscheinlicher, dass die wirtschaftlichen Auswirkungen allmählich spürbar werden, weshalb auch diese Entwicklungen sorgfältig beobachtet werden müssen. Im Falle der EZB ist es unserer Ansicht nach notwendig, dass die Zinsen noch mindestens zweimal angehoben werden, bevor für das dritte Quartal eine mögliche Zinspause signalisiert werden kann.

Abbildung 5: US-Zinsstrukturkurve



Bemerkung: Die Zinsstrukturkurven dienen als grafische Darstellung der zugrundeliegenden Zinsstruktur am amerikanischen Staatsanleihemarkt. Die jeweiligen Anleihenrenditen per Stichtag zu den unterschiedlichen Laufzeiten (in Jahren) bilden gemeinsam die Zinsstrukturkurve.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 27.04.2023

Abbildung 6: Entwicklung Gesamteinlagen in den USA und 3m Treasury Bill Rendite



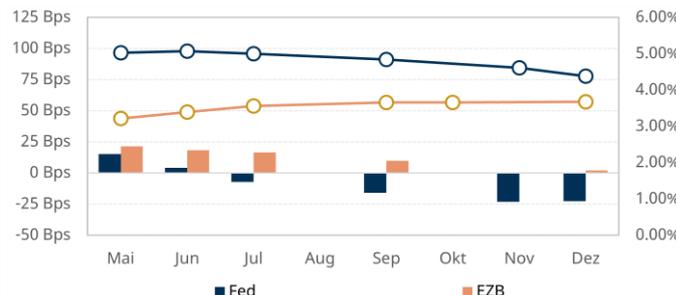
Bemerkung: Die Gesamteinlagen beziehen sich auf den Gesamtbetrag der von Privatpersonen, Unternehmen und anderen Einrichtungen bei allen Geschäftsbanken eingelegeten Gelder.
Quelle: Daten von FRED, per 27.04.2023

Abbildung 7: Entwicklung Geldmenge M2 und Inflation in den USA



Bemerkung: Die Geldmenge M2 in den USA ist ein Mass, das alle Komponenten von M1 zusammen mit Spareinlagen, Geldmarktfonds und anderen Termineinlagen umfasst. Der CPI ist der Konsumerpreisindex für die USA.
Quelle: Daten von FRED, per 27.04.2023

Abbildung 8: Marktimplizierte Leitzinsentwicklungen



Bemerkung: Die Grafik bildet die marktimplizierte Entwicklung für die Leitzinssätze der Fed und EZB ab (rechte Achse). Diese werden von Fed Funds Futures bzw. von Overnight Index Swaps hergeleitet. Die Linke Achse bildet die implizierte Zinsanpassungen (in Basispunkten) im jeweiligen Monat, in der eine geldpolitische Sitzung vorgesehen ist.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 27.04.2023

EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

April 2023

KONTAKT



Burak Er, CFA
Head Research

Avobis Group AG
Brandschenkestrasse 38
8001 Zürich

T: +41 58 255 49 09
burak.er@avobis.ch

Stand: 27. April 2023

Disclaimer

Die bereitgestellten Informationen dienen Werbezwecken. Sie stellen keine Hypothekar- und/oder Anlageberatung dar, basieren nicht auf andere Weise auf einer Berücksichtigung der persönlichen Umstände des Empfängers und sind auch nicht das Ergebnis einer objektiven oder unabhängigen Finanzanalyse. Die bereitgestellten Informationen sind nicht rechtsverbindlich und stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Abschluss einer Finanztransaktion dar. Diese Informationen wurden von der Avobis Group AG und/oder den mit ihr verbundenen Unternehmen (nachfolgend Avobis) mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen repräsentieren die Sicht der Avobis zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Sie stammen aus Quellen, die für zuverlässig erachtet werden. Die Avobis gibt keine Gewähr hinsichtlich des Inhalts und der Vollständigkeit der Informationen und lehnt jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung der Informationen ergeben. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Die Informationen in diesem Dokument dienen der ausschliesslichen Nutzung durch den Empfänger. Weder die vorliegenden Informationen noch Kopien davon dürfen in die Vereinigten Staaten von Amerika versandt, dorthin mitgenommen oder in den Vereinigten Staaten von Amerika verteilt oder an US-Personen (im Sinne von Regulation S des US Securities Act von 1933 in dessen jeweils gültiger Fassung) abgegeben werden. Ohne schriftliche Genehmigung der Avobis dürfen diese Informationen weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden.