

# EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

Juli 2023

## Schweiz

Die gestern veröffentlichten Inflationsdaten für Juli zeigen eine Fortsetzung des positiven Trends der letzten Monate. Hierbei ist insbesondere der Rückgang der importierten Inflation als positives Zeichen zu betonen. Dennoch sind die Risiken von Mehrundeneffekten, hauptsächlich durch die Erhöhung der Mietpreise, nach wie vor vorhanden und in den jüngsten Daten noch nicht vollumfänglich erfasst. Das hat zur Folge, dass der Zinsmarkt auf die Inflationsdaten mit leicht erhöhten Swap-Sätzen reagiert hat, während die Ausrichtung für die nächste geldpolitische Lagebeurteilung konstant bleibt.

Der Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) ist im Vergleich zum Vormonat um 0.10% gesunken, und die Teuerungsrate liegt mit 1.61% auf Jahresbasis weiterhin unter dem Inflationsziel der SNB (Abbildung 1). Dies lässt sich einerseits auf die negative Preisentwicklung bei den volatilen Bestandteilen wie Nahrungsmittel und Energie zurückführen und andererseits auf die Preisrückgänge von importierten Gütern (Abbildung 2).

Das geldpolitische Vorgehen der SNB, insbesondere im Kontext der aktiven Aufwertung des Schweizer Frankens, erweist sich hier als erfolgreich. Es ist jedoch zu beachten, dass rund drei Viertel des repräsentativen Warenkorb aus Inlandsgütern bestehen, deren Teuerung im Juli sowohl gegenüber dem Vorjahresmonat als auch dem Vormonat mit 2.30% bzw. 0.20% die Hartnäckigkeit der Inflation unterstreicht. Zusätzlich sind die Teuerungen aufgrund der Mietpreisanpassungen der letzten drei Monate in den aktuellen Daten noch nicht berücksichtigt, wodurch die Inflationsraten einer Verzerrung nach unten unterworfen sind.

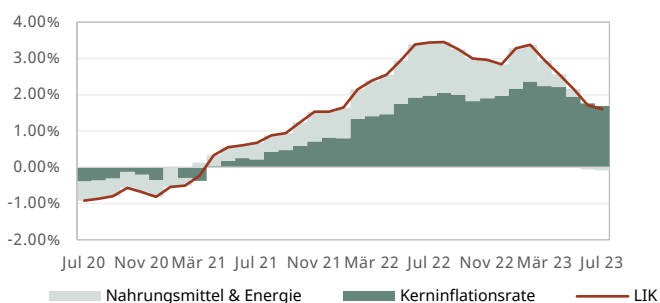
Da die Teuerungsschübe infolge von Mietpreiserhöhungen noch nicht eingetreten sind, reagierten die Swap-Sätze am längeren Ende des Marktes auf die positiven Inflationsdaten relativ zurückhaltend. Im Vergleich zum Vormonat wird jedoch deutlich, dass der Zinsmarkt seit der Entscheidung im Juni ein weiteres aggressives Vorgehen seitens der SNB konsequent ausschliesst (Abbildung 3). Diese Einschätzung lässt sich insbesondere am kurzen und mittleren Segment der Zinskurve ablesen.

Der Zinsmarkt zeigt sich unentschlossen in Bezug auf die zukünftige Geldpolitik und pendelt zwischen der Möglichkeit einer weiteren Zinserhöhung um 25 Bps in der September-Sitzung und einer Zinspause (Abbildung 4).

## Unsere Erwartung

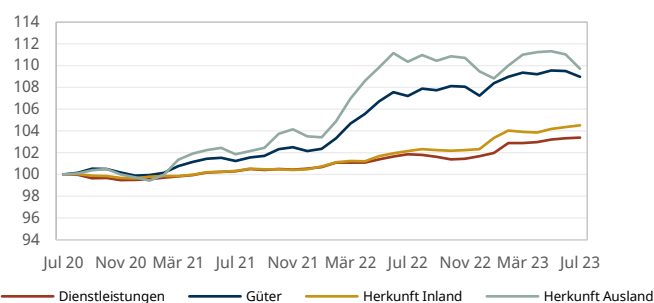
Unsere Prognose für den Leitzins geht trotz der aktuellen Entwicklung nicht von einem Anstieg über 2.0% aus. Sollte sich der positive Inflationstrend fortsetzen, könnten wir eine weitere Senkung der langfristigen Zinsen erleben. Wir sehen es jedoch als unwahrscheinlich an, dass der 10-jährige Swap-Satz auf längere Sicht signifikant unter den SARON-Satz fallen wird. Im Falle einer negativen Entwicklung der Inflation könnte die Zinskurve weiterhin stark schwanken.

Abbildung 1: Der Landesindex der Konsumentenpreise (LIK)



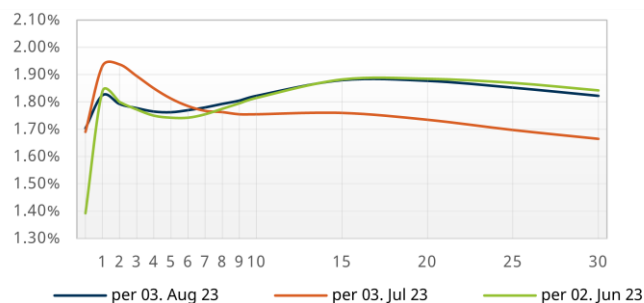
**Bemerkung:** Beiträge zur Vorjahresveränderung der Konsumentenpreise in der Schweiz; Die Kerninflationrate beinhaltet alle Komponente ausser Lebensmittel, Energie, Tabak und saisonale Produkte (Nahrungsmittel und Energie).  
**Quelle:** Daten von Refinitiv Eikon, per 03.08.2023

Abbildung 2: Konsumentenpreisindizes



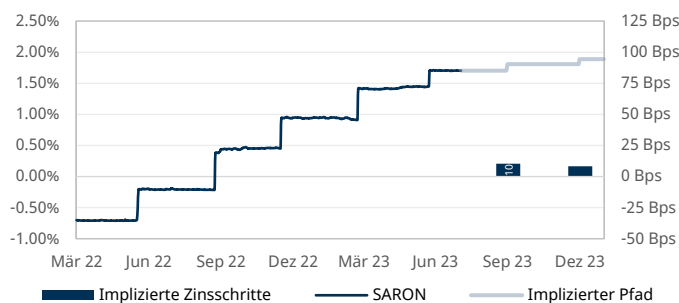
**Bemerkung:** Beiträge zur Vorjahresveränderung der Konsumentenpreise in der Schweiz unterteilt nach Dienstleistungen und Gütern. Zusätzlich werden die Güter unterteilt nach ihrer Herkunft.  
**Quelle:** Daten von SNB, per 03.08.2023

Abbildung 3: SNB-Fremdwährungsreserven und importierte Inflation



**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 03.08.2023

Abbildung 4: Zinsstrukturkurve – Swap-Sätze



**Bemerkung:** Die Grafik bildet die marktimplizierte Entwicklung für den SARON-Satz ab (rechte Achse). Diese werden von den Zinsswaps 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 03.08.2023

# EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

Juli 2023

## Ausland

Im Rückblick erwies sich die Juni-Sitzung der Fed lediglich als kurze Atempause, denn in der darauffolgenden Juli-Sitzung stand bereits die nächste Zinsanhebung um 25 Bps auf der Agenda – trotz einer weiterhin positiven Entwicklung der Inflation. Die EZB folgte dem gleichen Kurs und erhöhte die Zinsen ebenfalls um 25 Bps. Beide Zentralbanken signalisieren ihre Bereitschaft, im September weitere Anpassungen vorzunehmen, falls es die Datengrundlage erfordert. Unterdessen sind die Renditen für 10-jährige japanische Staatsanleihen über die 0.50%-Grenze angestiegen, was als Signal für eine restriktive geldpolitische Richtung auch in Asien gedeutet werden kann.

Die fortgesetzte Zinsanhebung der Fed könnte angesichts der sinkenden Teuerungsrate, die sich in Hinblick auf den Verbraucherpreisindex immer mehr dem Inflationsziel nähern, überraschen (Abbildung 5). Betrachtet man jedoch die Kerninflation, indem man stark schwankende Segmente wie Nahrungsmittel und Energie ausklammert, zeigt sich eine deutlich höhere Teuerungsrate von 5.60%. Auch hier zeichnet sich allmählich eine Trendwende ab, jedoch zeigt sich die Kerninflationsrate als hartnäckig, weshalb die erfolgte Straffung als gerechtfertigt erscheint.

Die Marktteilnehmer haben nun erkannt, dass die straffe Geldpolitik nicht so rasch gelockert wird. Bisher prognostizierten sowohl der Zinsmarkt als auch verschiedene Ökonomen trotz der Signale der Fed Zinssenkungen. Die gegenwärtige Zinskurvenstruktur weist jedoch auf ein Bestehenbleiben des aktuellen Zinsniveaus bis Mitte des kommenden Jahres hin (Abbildung 6). Eine vorschnelle Lockerung der restriktiven Geldpolitik könnte, wie die Erfahrungen aus den 1980er-Jahren zeigen, zu einem erneuten Anstieg der Inflation führen. In diesem Kontext sind Parallelen von Paul Volcker und Jerome Powell erkennbar, da Powell mit seiner Haltung die

Inflation um jeden Preis zu bekämpfen, deutlich macht, dass er an einer straffen Geldpolitik überaus lange festhalten wird.

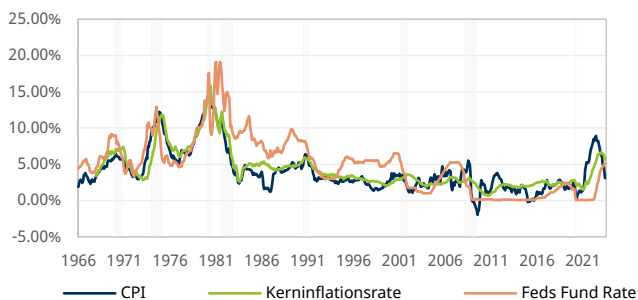
Im Euroraum zeichnet sich ein vergleichbares Szenario ab, in dem die Kerninflationsrate ihren momentanen Höchststand erreicht hat, während die Indikatoren für eine mögliche Trendwende noch schwach ausfallen (siehe Abbildung 7). Unter Berücksichtigung dieser Daten und des moderaten, dennoch positiven Wirtschaftswachstums im 1. Quartal im Euroraum ist es wahrscheinlich, dass die EZB nach der Sommerpause notwendigerweise ihren Leitzins weiter anheben wird.

Die Bank of Japan (BoJ), die bisher ihre expansive Geldpolitik trotz globaler Inflationsentwicklung aufrechterhalten hat, zeigt Anzeichen einer vorsichtigen Umstellung auf eine restriktivere Haltung. Im Rahmen ihrer einzigartigen Geldpolitikführung, die neben der Kontrolle des Leitzinses auch in die Zinskurve eingreift, hatte sie bis vor kurzem eine obere Grenze von 0,50% für die 10-jährige Anleiherendite festgelegt. Diese obere Grenze wurde nun von der BoJ allerdings eher als Ziel denn als starre Begrenzung interpretiert, wobei die 10-jährige Rendite neu bis zu 1.0% betragen darf (Abbildung 8). Trotz dieser Anpassung und der Absicht, die Renditen behutsam zu steigern, wird erwartet, dass diese Veränderung für die ausländische Festzinsmärkte nicht bedeutend ist, obwohl aggressivere Massnahmen die globalen Renditen erhöhen könnten.

## Unsere Erwartung

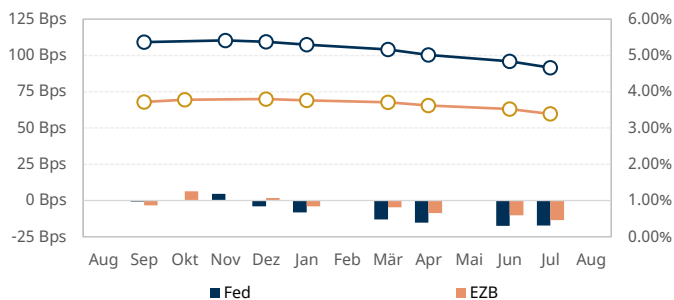
Wir gehen davon aus, dass die EZB im September ihren Leitzins erneut um 25 Bps anheben wird. Im Gegensatz dazu betrachten wir für die Fed aktuell das Szenario einer Zinspause als ebenso wahrscheinlich wie einen weiteren Zinsschritt. Zudem sind die Auswirkungen des Fitch-Downgrades für die langfristigen US-Anleiherenditen genauer zu evaluieren.

Abbildung 5: Inflation USA



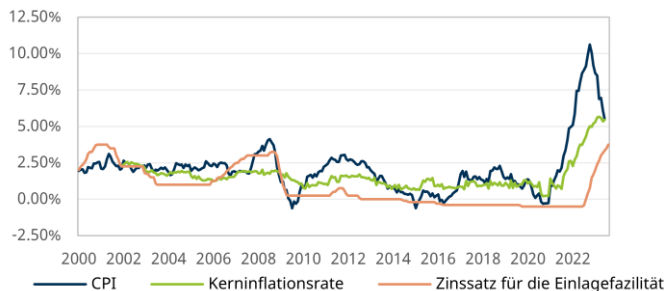
**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt den effektiven Federal Funds Rate, den Konsumentenpreisindex (CPI) sowie die Kerninflationsrate. Die schattierten Bereiche zeigen die Rezessionen in den USA an.  
**Quelle:** Daten von Fred, per 03.08.2023

Abbildung 6: Marktimplizierte Leitzinsentwicklungen & Median Ökonomen



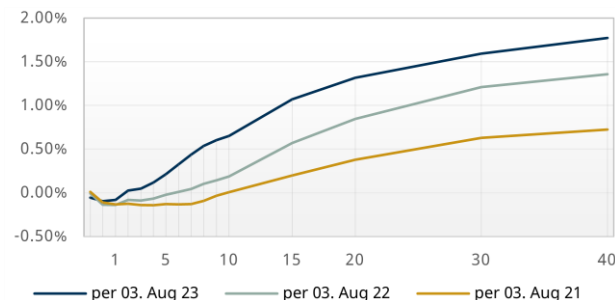
**Bemerkung:** Die Grafik bildet die marktimplizierte Entwicklung für die Leitzinssätze der Fed und EZB ab (rechte Achse). Diese werden von Fed Funds Futures bzw. von Overnight Index Swaps hergeleitet. Die linke Achse bildet die implizierte Zinsanpassungen (in Basispunkten) im jeweiligen Monat, in der eine geldpolitische Sitzung vorgesehen ist.  
**Quelle:** Daten von Refinitiv Eikon, per 03.07.2023

Abbildung 7: Inflation Euroraum



**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt den Zinssatz für die Einlagefazilität der EZB, den Konsumentenpreisindex (CPI) sowie die Kerninflationsrate.  
**Quelle:** Daten von Refinitiv Eikon, per 03.08.2023

Abbildung 8: JPY-Zinsstrukturkurve



**Bemerkung:** Die Zinsstrukturkurven dienen als grafische Darstellung der zugrundeliegenden Zinsstruktur am japanischen Staatsanleihenmarkt. Die jeweiligen Anleiherenditen per Stichtag zu den unterschiedlichen Laufzeiten (in Jahren) bilden gemeinsam die Zinsstrukturkurve.  
**Quelle:** Daten von Refinitiv Eikon, per 03.08.2023

# EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

Juli 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: 03. August 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.