

EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

Mai 2023

Schweiz

Die Anpassung des hypothekarischen Referenzzinssatzes von letzter Woche ermöglicht nun eine Erhöhung der Bestandsmieten von bis zu 3.0%. Dies stellt eine positive Entwicklung für Immobilienvermieter dar, löst aber gleichzeitig geldpolitische Bedenken hinsichtlich möglicher Inflations-sprünge aus. Die SNB untermauerte kürzlich wiederholt ihre Entschlossenheit, durch zusätzliche Zinserhöhungen gegensteuern zu wollen, wodurch ein weiterer Zinsschritt in diesem Monat als sicher gilt.

Die Inflationsrate im April beträgt 2.6% und weist gegenüber dem Vormonat eine leichte Rückgangstendenz auf. Mit der jüngsten Anpassung des hypothekarischen Referenzzinssatzes und den wahrscheinlichen zukünftigen Nachjustierungen in den nächsten Quartalen könnte eine Inflationssteigerung aufgrund der erhöhten Mietkosten (18.6% Gewichtung im LIK) folgen. Die andauernde Inflation, die seit 15 Monaten über dem Inflationsziel der SNB von 2.0% liegt und schon seit langem einen unerwünschten Teuerungsprozess im inländischen Dienstleistungs- und Warenssektor ausgelöst hat, dürfte weiter anhalten und eine fortwährend restriktive Geldpolitik erfordern.

Kürzlich betonte die SNB erneut, dass die aktuelle Inflation nicht hinnehmbar ist und signalisierte für die bevorstehende Sitzung einen weiteren Zinsschritt. Die Swap-Sätze implizieren derzeit mindestens eine Zinserhöhung um 25 Bps, während einer Erhöhung um 50 Bps eine geringe Wahrscheinlichkeit zugeordnet wird (Abbildung 1).

Die Swap-Zinsstrukturkurve zeigt indessen weiterhin eine ausgeprägte Wölbung, mit hohen Zinssätzen für kurze und lange Laufzeiten und niedrigeren für mittlere Laufzeiten (Abbildung 2). Am kurzen Ende lässt dies auf eine kontinuierliche restriktive Geldpolitik bis mindestens ins nächste

Jahr schliessen. Im mittleren und langen Segment lässt sie im Vergleich zu den Renditen der Bundesobligationen darauf schliessen, dass der Risikoaufschlag für Swapgeschäfte mit zunehmender Laufzeit steigt. Beispielsweise beträgt die Swap-Marge für die Laufzeiten von 2, 5 und 10 Jahren 73, 90 bzw. 98 Bps (im Vergleich per 28. Februar 2023: 50, 52 und 55 Bps). Die Auswirkungen der Bankenunruhen und die restriktive Haltung der Marktteilnehmer sind somit immer noch deutlich spürbar, was sich in der Struktur und dem Anstieg der Risikoaufschläge widerspiegelt.

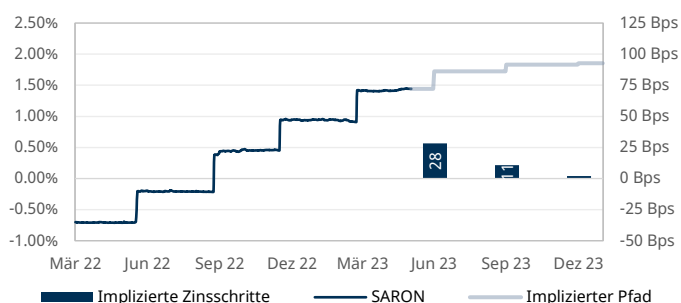
Die zurückhaltende Haltung der Finanzintermediäre manifestiert sich ebenso auf dem Hypothekarmarkt (Abbildung 4). Es zeigt sich, dass trotz des Rückgangs der Renditen der Bundesobligationen durch das erhöhte Risiko die Hypothekenzinssätze weiterhin auf einem hohen Niveau verharren. Diese vorsichtige Haltung bei der Kreditvergabe und die hohen Zinssätze dürften wohl vorerst bestehen bleiben.

Dennoch besteht am Zinsmarkt eine weitgehende Einigkeit hinsichtlich der Zinsentwicklung, was die Glaubwürdigkeit der SNB untermauert. Dies kann an der erwarteten Volatilität abgelesen werden. Der deutliche Abschwung der Volatilitätskurve lässt auf einen relativ stabilen geldpolitischen Kurs schliessen, was als positives Signal aufgenommen werden kann.

Unsere Erwartung

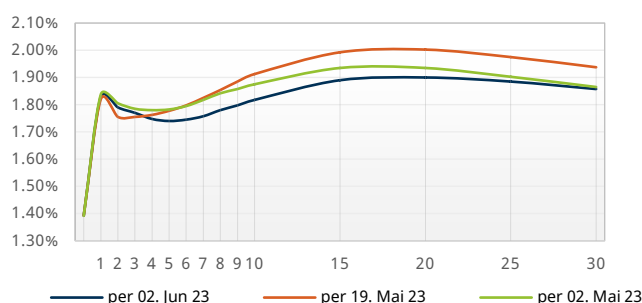
Unser Ausblick für den Leitzins sieht weiterhin einen Höchstwert von 2.0% vor. Bezüglich der anstehenden Sitzung in diesem Monat halten wir eine Erhöhung um 50 Bps nach wie vor als das wahrscheinlichste Szenario. Sollte die Erhöhung lediglich 25 Bps betragen, prognostizieren wir eine weitere Anhebung um 25 Bps in der Septembersitzung, wobei im Anschluss mit hoher Wahrscheinlichkeit eine Zinspause verkündet wird.

Abbildung 1: SARON und marktimplizierte Erwartung



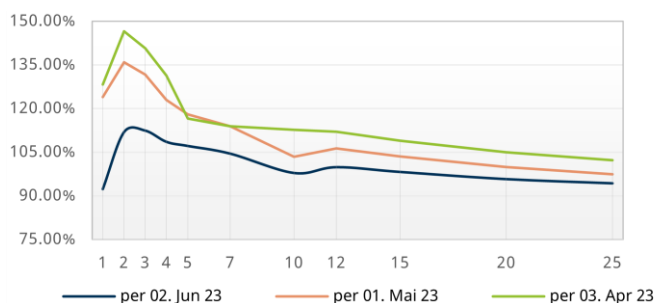
Bemerkung: Die Grafik bildet den SARON und die marktimplizierte Erwartung ab (rechte Achse). Diese werden von den Zinsswaps hergeleitet. Die linke Achse bildet die implizierten Zinsanpassungen (in Bps) im jeweiligen Monat, in der eine geldpolitische Sitzung vorgesehen ist.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 02.06.2023

Abbildung 2: Zinsstrukturkurve – Swapssätze



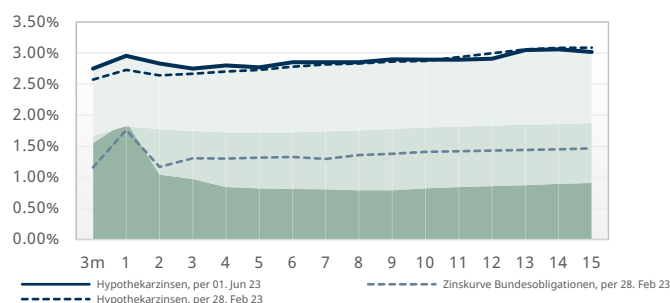
Bemerkung: Die Swap-Kurven dienen als grafische Darstellung der zugrundeliegenden Zinsstruktur am Schweizer Swap-Markt. Die jeweiligen Swap-Sätze per Stichtag zu den unterschiedlichen Laufzeiten (in Jahren) bilden gemeinsam die Swap-Kurve.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 02.06.2023

Abbildung 3: Zinsswap-Volatilitätskurve



Bemerkung: Die Zinsswap-Volatilitätskurve wird von OTC-gehandelten Swap Optionen mit dreimonatiger Laufzeit hergeleitet. Sie bildet die implizierten bzw. erwarteten Zinsvolatilitäten für die jeweilige Laufzeiten zum jeweiligen Betrachtungszeitpunkt ab.
Quelle: Daten von Bloomberg, per 02.06.2023

Abbildung 4: Hypothekarzins-Kurve



Bemerkung: Die Hypothekarzins-Kurve wird auf der Grundlage der Durchschnittswerte der Schaufens-terzinssätze verschiedener Kapitalgeber erstellt. Die Hypothekarzinsen werden in die Rendite von Bundesobligationen (untere Fläche), die Swap-Marge (mittlere Fläche) sowie die Kreditmarge (obere Fläche) unterteilt. Die Kreditmarge ergibt sich als die Differenz des Hypothekarzins und des Swapsatzes mit gleicher Laufzeit.
Quelle: Daten von Ascarix AG, Refinitiv Eikon, per 02.06.2023

EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

Mai 2023

Ausland

Im anhaltenden politischen Ringen um die Schuldenobergrenze, die sogenannte 'Debt Ceiling', konnte ein Konsens erzielt werden. Trotz soliden Arbeitsmarktdaten scheint das Ende der Reihe von zehn fortlaufenden Zinserhöhungen der Fed in greifbare Nähe gerückt zu sein, während die EZB sich dem Ende der Zinserhöhungen nähert. Zeitgleich verzeichnen im Mai japanische Anleihen eine sprunghafte Zunahme der Breakeven-Inflationsrate.

Der politische Kompromiss zur Schuldenobergrenze ermöglicht eine temporäre Lösung: Mit dem Erlass des Gesetzes zur Aussetzung der Kreditgrenze wird diese bis Januar 2025 suspendiert, wodurch die Diskussion bis nach den kommenden Präsidentschaftswahlen pausieren wird. Die Nervosität liess sich an den US-Zinsmärkten spüren, hat sich jedoch deutlich beruhigt, wie am kurzen Ende der Zinskurve ersichtlich ist (Abbildung 5).

Die Kommunikation der Entscheidungsträger der Fed, die für Marktteilnehmer zur entscheidenden Orientierung in Bezug auf Zinserhöhungen, -senkungen oder Status-Quo-Entscheidungen geworden ist, deutet im Einklang mit der marktimplizierten Zinsentwicklung mit hoher Wahrscheinlichkeit auf eine Zinspause in diesem Monat hin (Abbildung 7). Dies trotz starken Arbeitsmarktdaten, wie zum Beispiel dem moderaten Anstieg der offenen Stellen (Abbildung 6), dem Wachstum der durchschnittlichen Stundenlöhne und der positiven Beschäftigungsentwicklung.

Eurostat schätzt nach einer Inflationsrate von 7.0% im April gegenüber dem Vorjahresmonat für den Mai eine Teuerung von 6.1%. Sollte sich diese Prognose bestätigen, bleibt die Inflationsrate weiterhin auf einem hohen Niveau, was zusätzliche Zinsschritte notwendig macht. Die EZB

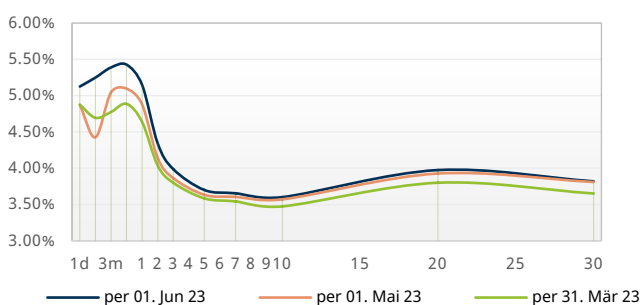
könnte in den nächsten beiden Sitzungen weitere Zinsschritte von jeweils 25 Bps durchführen (Abbildung 7), wobei danach eine Zinspause wahrscheinlich scheint.

Obwohl die globale Inflationsdynamik fast alle Zentralbanken zu einer strafferen Geldpolitik zwingt, hält die Bank of Japan (BoJ) weiterhin an ihrer extrem expansiven Geldpolitik fest. Die vergleichsweise niedrige Inflationsrate von etwa 2.60% in Japan, ähnlich wie in der Schweiz, weckt jedoch Befürchtungen, dass die Inflation zu einem langfristigen Problem werden könnte. Deshalb zeigt die Breakeven-Inflationsrate für zehnjährige Anleihen einen gradualen Aufwärtstrend. Es bleibt unklar, ob und wann die BoJ ihre Geldpolitik straffen wird. Ein unerwarteter geldpolitischer Kurswechsel könnte die globalen Märkte negativ beeinflussen, da japanische Investoren aufgrund niedriger inländischer Renditen stark in Auslandsanleihen investiert sind. Eine restriktivere Geldpolitik und steigende Zinsen könnten sie veranlassen, inländischen Anleihen gegenüber ausländischen Anleihen zu präferieren, was zu Abverkäufen an den westlichen Märkten führen könnte.

Unsere Erwartung

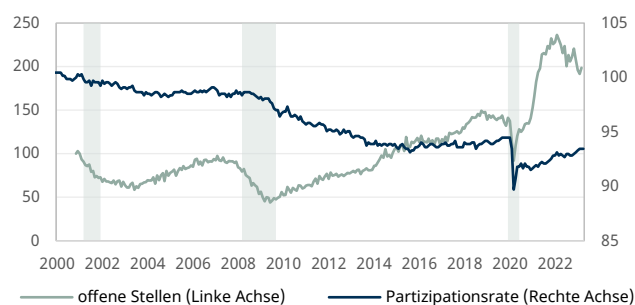
Wir erwarten, dass die Fed in ihrer Juni-Sitzung keinen Zinsschritt vollziehen wird. Ob es sich hierbei lediglich um eine kurzfristige Pause oder um den erreichten Zinsgipfel handelt, wird sich abhängig von der Datenlage herausstellen, was die Fed auch klar signalisieren wird. Für die EZB rechnen wir aufgrund der Inflationsdynamik mit einer weiteren Erhöhung um 25 Bps in ihrer kommenden Sitzung und erwarten für die Juli-Sitzung eine letzte Erhöhung in gleicher Höhe.

Abbildung 5: US-Zinsstrukturkurve



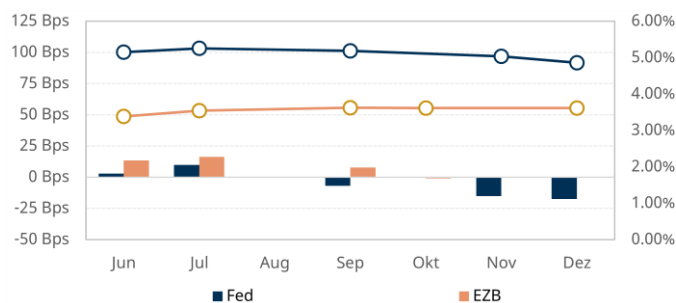
Bemerkung: Die Zinsstrukturkurven dienen als grafische Darstellung der zugrundeliegenden Zinsstruktur am amerikanischen Staatsanleihenmarkt. Die jeweiligen Anleihenrenditen per Stichtag zu den unterschiedlichen Laufzeiten (in Jahren) bilden gemeinsam die Zinsstrukturkurve.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 02.06.2023

Abbildung 6: Entwicklung US-Arbeitsmarkt



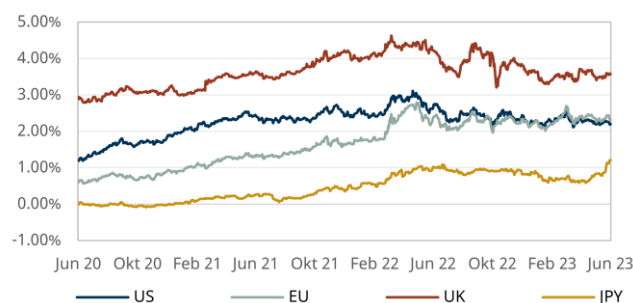
Bemerkung: Die Abbildung bildet die Arbeitsmarktsituation in den USA ab (Index 01.12.2000 = 100). Die schattierten Bereiche zeigen die Rezessionen in den USA an.
Quelle: Daten von FRED, per 02.06.2023

Abbildung 7: 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 02.06.2023

Abbildung 8: Marktimplizierte Inflationserwartungen



Bemerkung: Die Abbildung beinhaltet die historische Entwicklung der Breakeven-Inflationsrate (BEIR) der jeweiligen Länder / Regionen. Die BEIR wird als die Renditedifferenz von Staatsanleihen und inflationssindextierten Anleihen (ILB) mit gleichen Laufzeiten definiert. Die 10-jährige BEIR kann als marktimplizierte langfristige Inflationserwartung interpretiert werden.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 02.06.2023

EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

Mai 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: 05. Juni 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.