

# EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

Oktober 2023

## Schweiz

Der Zinsmarkt präsentiert sich momentan lebhaft und optimistisch - ein Gegenpol zu den global ansteigenden Zinssätzen. Noch vor der Zinsentscheidung im September schien ein Leitzins von 2.0% unverrückbar mit der Erwartung, dass die Zinsen für eine geraume Zeit auf diesem Stand bleiben würden. Aktuell deutet sich jedoch ein Umschwung in den Erwartungshaltungen an: Es wird ab 2024 mit einer Reihe von Zinssenkungen gerechnet. Dies schlägt sich in einer umgekehrten Zinsstruktur nieder, in der die Swap-Zinssätze für mittlere Laufzeiten teilweise unterhalb von 1.30% liegen.

Die jüngsten Inflationsdaten, veröffentlicht am Donnerstag, den 2. November, zeigen sowohl für den gesamten Warenkorb als auch für die Kerninflation nur einen mässigen Preisanstieg gegenüber dem Vorjahresmonat (Abbildung 1). Eine Zunahme der Inflation bis Ende des Jahres hin zu 2.0% wurde lange erwartet, scheint nun aber weniger wahrscheinlich, weshalb die Swap-Sätze in Reaktion auf die neuen Daten weiter gefallen sind.

Die Zinsstruktur hat sich nun so weit invertiert, dass der SARON-Zinssatz momentan über den Swap-Sätzen für Laufzeiten bis zu 30 Jahren liegt (Abbildung 2). Besonders niedrig sind die Swap-Sätze für die mittleren Laufzeiten zwischen zwei und fünf Jahren. Aus der gegenwärtigen Kurvenstruktur lässt sich eine beachtliche Wahrscheinlichkeit für eine erste Zinssenkung im März 2024 ableiten, mit der Aussicht auf weitere mögliche Senkungen in den darauffolgenden Sitzungen (Abbildung 3).

Die SNB hält an ihrer Strategie fest, den Schweizer Franken als geldpolitisches Instrument zur Inflationskontrolle einzusetzen, indem sie weiterhin aktiv am Devisenmarkt interveniert (Abbildung 4). Diese Massnahme hat

sich bisher als wirkungsvoll erwiesen und wird vermutlich ein zentraler Aspekt der gegenwärtigen Geldpolitik bleiben.

Vor dem Hintergrund der Effektivität des Schweizer Francs als geldpolitische Massnahme und dem Trend zu niedrigeren festen Zinssätzen wird die Angemessenheit eines hohen Leitzinses in der Inflationsbekämpfung legitimerweise hinterfragt. In diesem Licht könnte es für die SNB angebracht erscheinen, den SARON-Satz entsprechend den festen Marktsätzen zu senken und dadurch die Zinskurvenstruktur zu modifizieren.

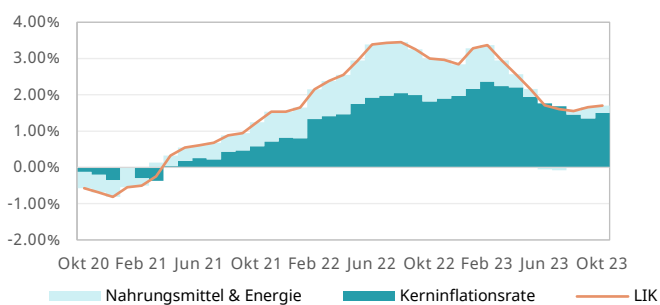
Allerdings könnten drastische Senkungen des Leitzinses, angesichts der höheren Zinsdifferenz zu ausländischen Währungen, eine Abwertung des Schweizer Francs nach sich ziehen. Dies würde der Strategie der SNB, den Franken aktiv aufzuwerten, zuwiderlaufen.

Es lässt sich jedoch festhalten, dass der Höhepunkt der Zinsentwicklung offensichtlich erreicht scheint.

## Unsere Erwartung

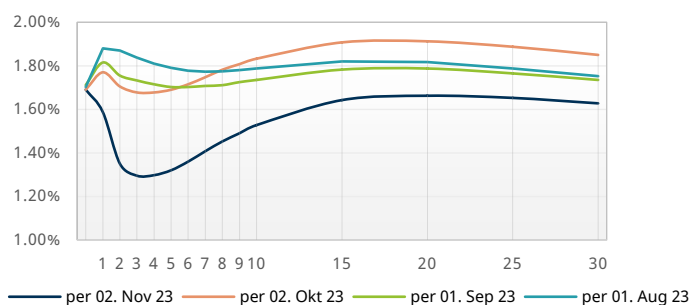
Unsere Erwartungen richten sich auf die nächste Sitzung der SNB im Dezember, für die wir eine Zinspause prognostizieren. Eine erste Zinssenkung um 25 Bps im Frühjahr 2024 halten wir für möglich, sehen aber die derzeitigen Marktprognosen als überaus zuversichtlich an. Änderungen in der Devisenpolitik der SNB könnten allerdings den Weg für weitere Zinssenkungen ebnen.

Abbildung 1: Der Landesindex der Konsumentenpreise (LIK)



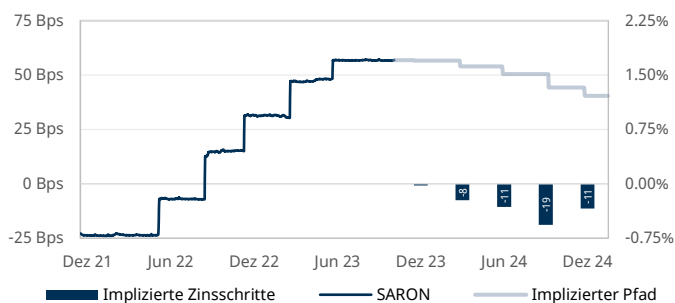
**Bemerkung:** Beiträge zur Vorjahresveränderung der Konsumentenpreise in der Schweiz; Die Kerninflationrate beinhaltet alle Komponenten ausser Lebensmittel, Energie, Tabak und saisonale Produkte (Nahrungsmittel und Energie).  
**Quelle:** Daten von Refinitiv Eikon, per 02.11.2023

Abbildung 2: Swap-Kurven vs. SARON



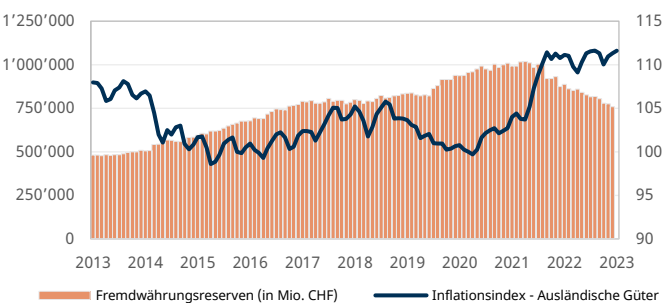
**Bemerkung:** Die Swap-Kurven dienen als grafische Darstellung der zugrundeliegenden Zinsstruktur am Schweizer Swap-Markt. Die jeweiligen Swap-Sätze per Stichtag zu den unterschiedlichen Laufzeiten (in Jahren) bilden gemeinsam die Swap-Kurve.  
**Quelle:** Daten von Refinitiv Eikon, per 02.11.2023

Abbildung 3: Marktimplizierte Entwicklung SARON



**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 02.11.2023

Abbildung 4: SNB-Fremdwährungsreserven und importierte Inflation



**Bemerkung:** Die Abbildung bildet die Fremdwährungsreserven der SNB in Mio. CHF (linke Achse) und den Inflationsindex für ausländische Güter ab.  
**Quelle:** Daten von SNB, BFS, per 02.11.2023

# EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

Oktober 2023

## Ausland

Im Laufe des Oktobers hat sich im Nahen Osten ein geopolitischer Krisenherd entzündet, der aus der Perspektive der Geldpolitik ein mögliches Inflationsrisiko birgt. Obgleich die bisherigen Folgen auf die Ölpreise und die weltweiten Märkte geringfügig sind, besteht bei einer Verschärfung des Konflikts das Risiko von Störungen im Energiesektor. Aktuell präsentiert sich die Inflation trotz hoher Ausgangswerte auf dem Rückzug, was die Zentralbanken der Fed und EZB dazu veranlasst hat, in ihren neuesten Entscheidungen eine Zinsanhebungspause zu verkünden.

Die EZB hat am 26. Oktober den Leitzins konstant gehalten, nachdem er in zehn sukzessiven Schritten auf 4% angestiegen war. Dieser Entschluss lässt sich vornehmlich auf den Rückgang der Inflation und die schwächer werdende wirtschaftliche Dynamik zurückführen. Der markante Rückgang des Konsumentenpreisindex im Euroraum von 4.3% auf 2.9% im Oktober und die Bestätigung des Abwärtstrends bei der Kernrate veranschaulichen die abkühlende Wirtschaftsnachfrage und die damit verbundene Entspannung des Preisdrucks (Abbildung 5).

Diese Abschwächung spiegelt sich auch in den verhaltenen Wachstumszahlen des dritten Quartals wider (Abbildung 6). Vorausschauende Wirtschaftsindikatoren deuten ebenfalls auf eine verminderte Wachstumsdynamik hin, was für das laufende und die kommenden Jahre moderatere Wachstumsraten prognostiziert. Angesichts dieser Entwicklungen scheinen weitere Zinserhöhungen derzeit vom Tisch zu sein.

Die US-Wirtschaft zeigt sich im Gegensatz dazu im dritten Quartal des Jahres mit einem beachtlichen Wachstum und beweist eine beträchtliche Robustheit (Abbildung 6). Ein positives Klima der Konsumentenausgaben

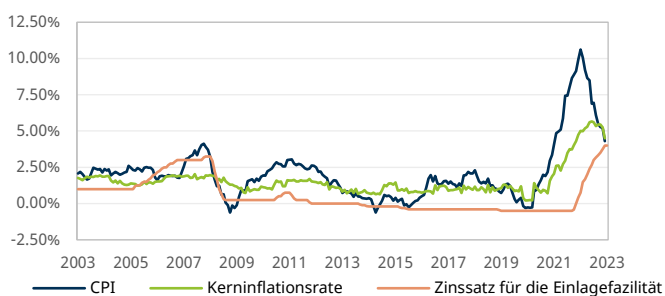
sowie eine optimistische Stimmungslage stärken die wirtschaftliche Nachfrage. Auch der Arbeitsmarkt in den USA zeichnet sich trotz einer gewissen Abkühlung weiterhin durch ein Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage aus, was die ökonomische Aktivität zusätzlich befeuert (Abbildung 7). Die von der Fed erhoffte wirtschaftliche Abkühlung hat sich daher noch nicht eingestellt, was ihre Offenheit für weitere Zinsanhebungen – sollten sie als notwendig erachtet werden – unterstreicht.

Dennoch hat der signifikante Anstieg der langfristigen Zinssätze zu restriktiveren Finanzierungsbedingungen geführt (Abbildung 8). Die nominale 10-jährige Anleiherendite erreichte im Oktober einen Zinssatz von 5.0%. Insbesondere der Anstieg der realen Zinsen dürfte sich restriktiv auf die Wirtschaft auswirken. Dies wird einer der Beweggründe für die Fed gewesen sein, von weiteren Zinserhöhungen vorerst abzusehen.

## Unsere Erwartung

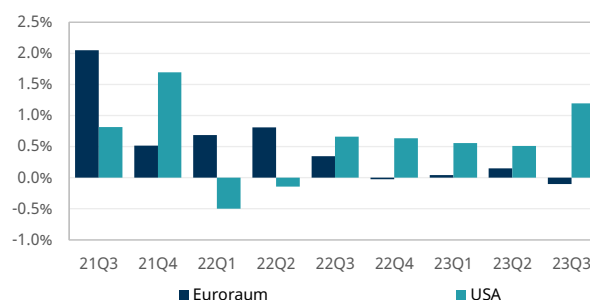
Wir prognostizieren keine weiteren Zinsanpassungen durch die Zentralbanken, erwarten aber Diskussionen für mögliche Zinsreduktionen im kommenden Jahr. In den USA steht die starke Wirtschaftsdynamik Diskussionen um mögliche Zinssenkungen aktuell noch im Weg, was die Annahme "höher für länger" als weiterhin zutreffend erscheinen lässt. Im Kontrast dazu ist die Wirtschaftsleistung im Euroraum weniger dynamisch, was die EZB veranlassen könnte, ab dem Frühjahr 2024 erste Massnahmen zur Zinssenkung zu ergreifen, um die Konjunktur zu stützen.

Abbildung 5: Inflations- und Zinsentwicklung im Euroraum



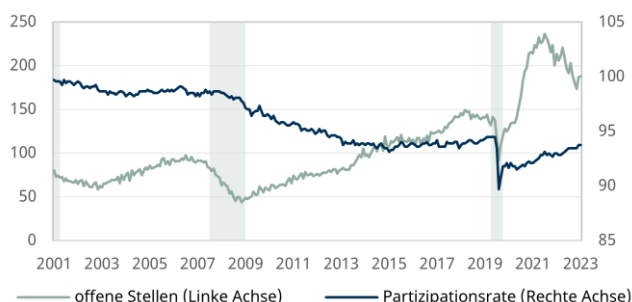
**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt die historische Entwicklung des Zinssatzes für die Einlagefazilität der EZB, des Konsumentenpreisindex (CPI) sowie der Kerninflationsrate.  
**Quelle:** Daten von Refinitiv Eikon, per 02.11.2023

Abbildung 6: Wirtschaftswachstum im Euroraum & USA



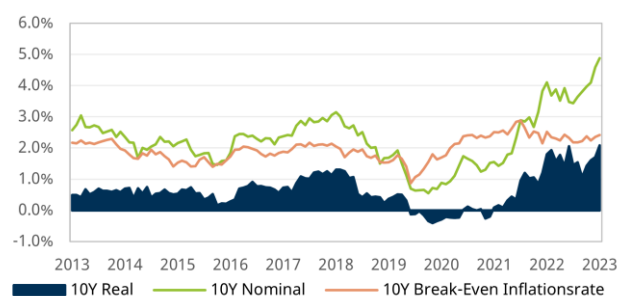
**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt die realen Wachstumsraten des BIPs gegenüber dem Vorquartal.  
**Quelle:** Daten von FRED, Eurostat, per 02.11.2023

Abbildung 7: Robuster 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 02.11.2023

Abbildung 8: Entwicklung der 10-jährigen US-Anleiherenditen



**Bemerkung:** Die Abbildung bildet die Entwicklung der 10-jährigen amerikanischen Anleiherendite nominal und real ab sowie die 10-jährige Break-Even Inflationsrate die als marktimplizierte langfristige Inflationserwartung interpretiert werden kann.  
**Quelle:** Daten von Refinitiv Eikon, per 02.11.2023

# EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

Oktober 2023

## KONTAKT



Burak Er, CFA  
Head Research

Avobis Group AG  
Brandschenkestrasse 38  
8001 Zürich

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

### Keine Ausgabe mehr verpassen?

Dann melden Sie sich für den monatlichen Newsletter an und erhalten Sie die Einschätzung zum Zinsmarkt jeweils automatisch per Mail zugestellt.

Registration unter: <http://www.avobis.ch/newsletter> oder durch scannen des QR-Codes.



Stand: 02. November 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.