

EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

Dezember 2023

Schweiz

Die aktuelle Situation deutet darauf hin, dass die SNB bereits im März eine Senkung des Leitzinses ankündigen könnte, sofern nicht bereits in der bevorstehenden Sitzung diese Woche eine überraschende Entscheidung getroffen wird. Die aktuelle Entwicklung der Zinskurven in Kombination mit der Inflationsdynamik und den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen macht ein Festhalten am jetzigen Leitzinsniveau zunehmend ineffizient.

Die Inflationsrate liegt, trotz Anpassungen im Mietpreisindex, bei 1.40% auf Jahresbasis und somit tiefer als im Vormonat. Die Anhebung des hypothekarischen Referenzzinssatzes im Juni hat sich nun in den Inflationszahlen vom November niedergeschlagen, was sich insbesondere in einer jährlichen Steigerung des Segmentes Wohnungsmiete um 2.42% bzw. einem Beitrag von 0.45% zum gesamten Warenkorb (LIK) äussert. Mit der neuerlichen Erhöhung des Referenzzinssatzes anfangs Dezember sehen sich einige Mieter kurz vor Weihnachten mit Ankündigungen weiterer Mietzinserhöhungen konfrontiert. Diese Kaskadeneffekte, hauptsächlich bedingt durch das erhöhte Zinsniveau, dürften im kommenden Jahr die Hauptinflationstreiber werden und gegen ein Festhalten am aktuellen Leitzinsniveau sprechen.

Die ursprünglichen Inflationstreiber, ausgelöst durch höhere Importpreise, sind mittlerweile abgeschwächt und tragen sogar geringfügig zu einem deflationären Effekt bei (Abbildung 1). Die gezielte Stärkung des Schweizer Frankens hat nicht nur bei der Inflationsbekämpfung geholfen, sondern auch zu Höchstwerten in den Wechselkursen geführt. Diese Entwicklung hat schrittweise negative Auswirkungen auf die Schweizer Wirtschaft, insbesondere den Exportsektor, der sich ohnehin von einer schwachen Nachfrage in den Absatzmärkten betroffen sieht. Diese Tatsache unterstreicht,

dass die SNB nun ihre aktiven Währungskäufe einstellen könnte, um unnötigen wirtschaftlichen Schaden zu vermeiden.

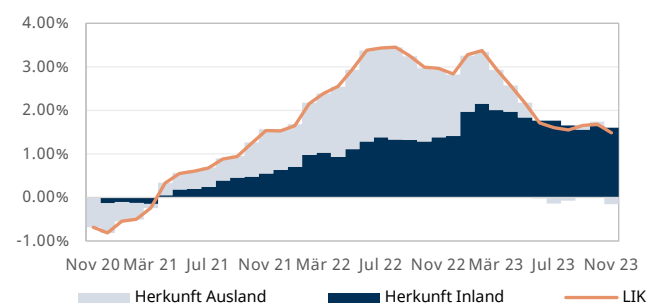
Die aktuellen Prognosen deuten darauf hin, dass die Schweizer Wirtschaft in den kommenden Jahren, parallel zur globalen Wirtschaftslage, eine Abschwächung und unterdurchschnittliche Wachstumsraten erfahren könnte (Abbildung 2). Obwohl der private Konsum durch eine robuste Arbeitsmarktsituation und positive Beschäftigungsaussichten teilweise stabilisierend wirken kann, wird dies nicht ausreichend sein, um einen umfassenden Aufschwung zu erzielen. Zudem sehen sich zahlreiche Unternehmen, insbesondere im Baugewerbe, mit der Herausforderung einer zunehmend restriktiven Kreditvergabe konfrontiert, was das Wachstumspotenzial weiter einschränkt. Eine Auflockerung der Finanzierungsbedingungen könnte hier Abhilfe schaffen.

Am Swapmarkt ist derzeit eine noch optimistischere Stimmung als im Vormonat zu verzeichnen. Die Aggregation der Markterwartungen ergibt eine Zinskurve, bei der die Sätze für alle Laufzeiten deutlich unter dem SARON-Satz liegen (Abbildung 3). Dies wirft die Frage auf, inwiefern dieser Zustand noch einen restriktiven Effekt hat, insbesondere da nun festverzinsliche Kredite zu Bedingungen abgeschlossen werden können, bei denen bereits erhebliche Leitzinssenkungen eingepreist sind (Abbildung 4).

Unsere Erwartung

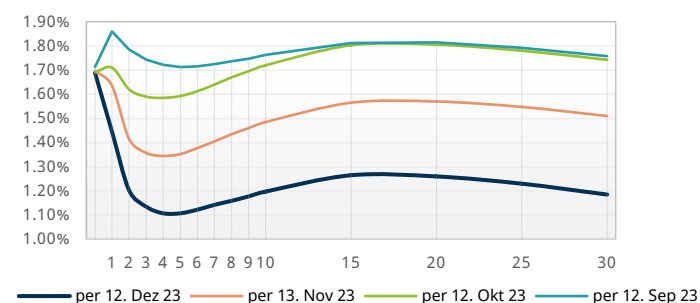
Aufgrund dieser Argumentationen erwarten wir bereits im März 2024 die erste Leitzinssenkung um 25 Bps und weitere Anpassungen im Verlauf des nächsten Jahres (Abbildung 4).

Abbildung 1: Der Landesindex der Konsumentenpreise (LIK)



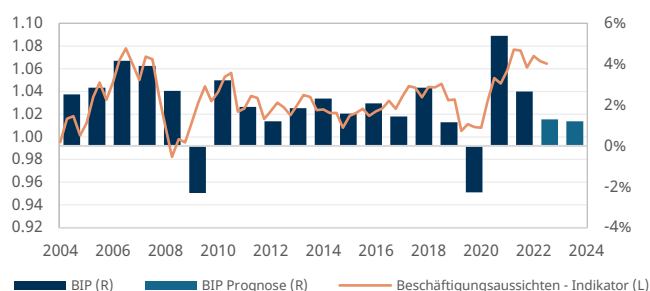
Bemerkung: Beiträge zur Vorjahresveränderung der Konsumentenpreise in der Schweiz unterteilt nach Herkunft der Güter.
Quelle: Daten von SNB, BFS, per 12.12.2023

Abbildung 3: Swap-Kurven vs. SARON



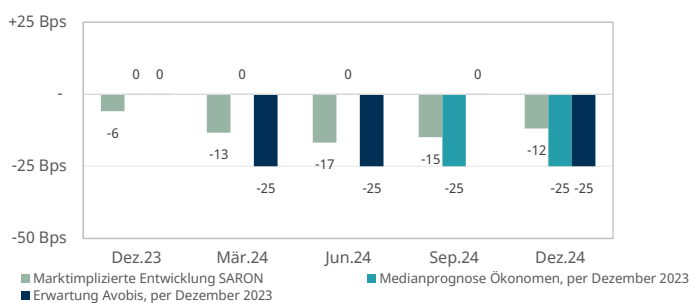
Bemerkung: Die Swap-Kurven dienen als grafische Darstellung der zugrundeliegenden Zinsstruktur am Schweizer Swap-Markt. Die jeweiligen Swap-Sätze per Stichtag zu den unterschiedlichen Laufzeiten (in Jahren) bilden gemeinsam die Swap-Kurve.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 12.12.2023

Abbildung 2: Wirtschaftsentwicklung und Aussichten



Bemerkung: Die Abbildung zeigt die quartalsweise Entwicklung der Beschäftigungsaussichten. Ein Wert von 1.00 bedeutet, dass im nächsten Quartal eine Stagnation der Gesamtbeschäftigung erwartet wird. Bei Werten über 1.00 darf eine Zunahme der Gesamtbeschäftigtenzahl erwartet werden. Die Prognosen für das BIP-Wachstum basieren auf den Konjunkturprognosen des SECO vom 20.09.2023.
Quelle: Daten von BFS, Seco, per 12.12.2023

Abbildung 4: Prognosen zum SNB-Leitzins



Bemerkung: Die marktimplizierte Prognose für den SARON-Satz wird aus den Zinsswaps abgeleitet. Die Vorhersage der Ökonomen stützt sich auf regelmässige Umfragen von Bloomberg.
Quelle: Daten von Bloomberg, Refinitiv Eikon, Avobis, per 12.12.2023

EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

Dezember 2023

Ausland

Im aktuellen geldpolitischen Kontext stehen die Entscheidungen der Fed und der EZB, die an diesem Mittwochabend und Donnerstagnachmittag anstehen, im Rampenlicht. Angesichts der Inflationsraten, die sich in beiden Wirtschaftsräumen nahe der 3.0%-Marke bewegen, verdichten sich die Indizien für mögliche Zinssenkungen im nächsten Jahr. Die Fed neigt im Vergleich zur EZB zu einem vorsichtigeren und zeitlich verzögerten Ansatz, wobei die Entscheidungen über Zinssenkungen stark von der Inflationsentwicklung und dem Unterstützungsbedarf der Wirtschaft abhängen werden.

In den USA bleibt die Inflation trotz eines Rückgangs hartnäckig und die Kerninflationsrate von 4,0% im November zeigt ein anhaltendes Risiko. Die langfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer liegen weiterhin über dem 2.0%-Ziel, was darauf hindeutet, dass die Glaubwürdigkeit zur erfolgreichen Inflationsbekämpfung nicht vollständig gegeben ist (Abbildung 6). Diese Situation unterstreicht die Notwendigkeit einer fortgesetzten restriktiven Geldpolitik, um einem erneuten Anstieg der Inflation entgegenzuwirken.

Die US-Wirtschaft zeigt sich widerstandsfähig genug, um den derzeit restriktiven geldpolitischen Kurs fortzusetzen und gegebenenfalls die Zinssätze länger als bisher angenommen auf einem hohen Niveau zu halten. Der robuste Arbeitsmarkt, charakterisiert durch eine steigende Erwerbsbeteiligung und wachsende Löhne, stärkt die Wirtschaftsleistung und die Nachfrage. Dies bildet eine stabile Grundlage für ein mögliches «Soft Landing». Vor diesem Hintergrund kann die Fed es sich leisten, abwartend zu agieren und die weitere Entwicklung zu beobachten, ohne nennenswerte wirtschaftliche Schäden zu riskieren.

Im Gegensatz dazu steht die EZB vor einem Dilemma, das sich zwischen Inflationsbekämpfung und der Gefahr einer Rezession bewegt. Die abnehmende aggregierte Nachfrage in Europa führt zu einem beschleunigten Rückgang der Teuerungsrate (Abbildung 6), setzt jedoch gleichzeitig die Wirtschaft unter Druck, die im nächsten Jahr einem Wachstumsstillstand oder sogar einer rezessionsähnlichen Lage gegenübersteht.

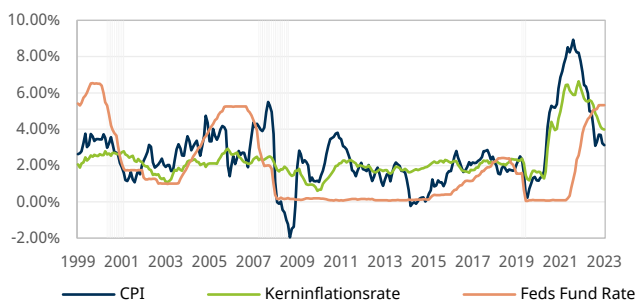
Diese heikle Lage verlangt von den geldpolitischen Entscheidungsträgern ein hohes Mass an Fingerspitzengefühl. Ziel ist es, den wirtschaftlichen Schaden zu minimieren und zeitnah eine weniger restriktive geldpolitische Umgebung zu schaffen, die die Wirtschaft stützt, ohne die Inflationsgefahr erneut zu entfachen. Vor diesem Hintergrund lässt sich schlussfolgern, dass die EZB sich schon bald veranlasst sehen könnte, mit den Zinssenkungen zu beginnen.

Der Zinsmarkt spekuliert auf mehrere Zinssenkungen für beide Entscheidungsträger im nächsten Jahr. Der Markt deutet darauf hin, dass die EZB über ihre acht Sitzungen hinweg kumulierte Zinssenkungen von mehr als 130 Basispunkten vornehmen wird, während für die Fed Zinssenkungen von etwa 110 Basispunkten antizipiert werden (Abbildung 8).

Unsere Erwartung

Unsere Prognose sieht eine weitere Zinspause in den aktuellen Sitzungen vor. Danach scheint es am wahrscheinlichsten, dass die EZB im März beginnen wird, ihren Leitzins um 25 Bps zu senken. Sollte sich die Kerninflation weiter abschwächen, wird die Fed im zweiten Quartal mögliche Zinssenkungen in Betracht ziehen.

Abbildung 5: Inflations- und Leitzinsentwicklung 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 12.12.2023

Abbildung 6: Marktimplizierte Inflationserwartungen USA & EU



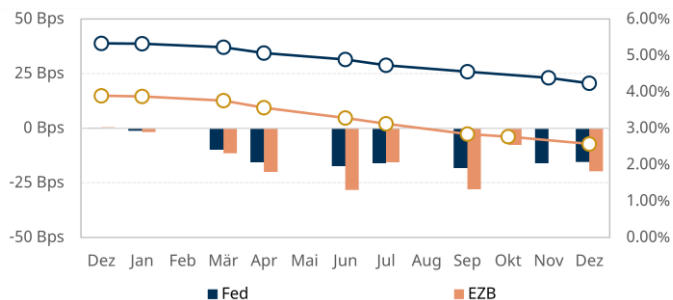
Bemerkung: Die Abbildung beinhaltet die historische Entwicklung der Breakeven-Inflationsrate (BEIR) der jeweiligen Länder / Regionen. Die BEIR wird als die Renditedifferenz von Staatsanleihen und inflation-sindexierten Anleihen (ILB) mit gleichen Laufzeiten definiert. Die 10-jährige BEIR kann als marktimplizierte langfristige Inflationserwartung interpretiert werden.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 12.12.2023

Abbildung 7: Inflations- und Leitzinsentwicklung EU



Bemerkung: Die Abbildung zeigt den Zinssatz für die Einlagefazilität der EZB, den Konsumentenpreisindex (CPI) sowie die Kerninflationsrate.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 12.12.2023

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 12.12.2023

EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

Dezember 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: 12. Dezember 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.