

Schweiz

Die neusten Inflationszahlen vom Januar unterstreichen unsere Einschätzung, dass in der März Sitzung der SNB eine Zinssenkung bevorsteht. Mit einer Inflationsrate von 1.3%, die signifikant unter dem Ziel von 2.0% liegt, lässt sich der Kampf gegen die Inflation als erfolgreich abgeschlossen betrachten. Diese Situation führt zu Überlegungen, ob die SNB genug Evidenz sieht, um bereits im März eine Zinssenkung zu beschliessen und damit eine unabhängige geldpolitische Linie im Vergleich zur EZB zu verfolgen.

Die Teuerung im ersten Monat des Jahres unterschreitet nicht nur das Inflationsziel erheblich, sondern fällt auch geringer aus als die von der SNB im Dezember antizipierten Werte (Abbildung 1). Entwickelt sich diese Situation zu einem anhaltenden Trend, könnte dies der SNB ausreichend Spielraum für mehrere Zinssenkungen in diesem Jahr bieten, vorausgesetzt das Risiko eines plötzlichen Inflationsanstiegs bleibt bei einer Lockerung der Geldpolitik überschaubar.

Bei genauerer Analyse zeigt sich, dass die importierte Inflation in den letzten drei Monaten eine deflationäre Tendenz aufweist (Abbildung 2). Hauptursachen hierfür sind die Wiederherstellung der globalen Lieferketten, der starke Franken und die nachlassende Dynamik der globalen Wirtschaft. Zusammen mit der deflationären Entwicklung der Produzentenpreise ist in den kommenden Monaten mit einem anhaltend stagnierenden bis deflationären Preistrend sowohl bei Importen als auch bei Gütern im Allgemeinen zu rechnen, was zu einer tieferen Gesamtteuerung führen dürfte.

Die Herausforderungen der Inflation konzentriert sich zunehmend auf die Inlandsinflation, die hauptsächlich durch anziehende Dienstleistungs-

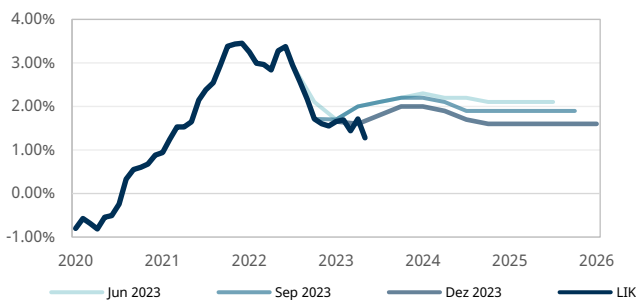
preise angetrieben wird (Abbildung 3). Vor allem erweisen sich die Wohnkosten als zentraler Treiber der Inlandsinflation. Nach der jüngsten Erhöhung des hypothekarischen Referenzzinssatzes erfolgt ein weiterer Anstieg der Bestandsmieten und somit auch der Inflation. Allerdings lässt die aktuelle Situation mit tieferen Hypothekarzinsen erwarten, dass der Referenzzinssatz in der nahen Zukunft stabil bleiben wird. Dadurch wird der Druck, den steigende Mieten auf die Inflationsentwicklung haben, gemildert. Leitzinssenkungen dürften für weiteren Druckablass sorgen. Vor diesem Hintergrund und angesichts sinkender Importpreise ist mit dem Ausbleiben oder zumindest einer Abschwächung weiterer Mehrrundeneffekte zu rechnen.

Der Arbeitsmarkt präsentiert sich weiterhin robust. Die moderate, aber stetig positive Wirtschaftsentwicklung deutet auf anhaltend gute Perspektiven für die Beschäftigung hin. Vor dem Hintergrund einer rückläufigen Inflation ist für 2024 ein Anstieg der Reallöhne zu erwarten. Der Zuwachs dürfte jedoch moderat sein und voraussichtlich lediglich die Kaufkraftverluste der letzten zwei Jahre kompensieren. Somit sind weder Anzeichen für eine Lohn-Preis-Spirale zu finden, noch sollte dieser Anstieg ein signifikantes Inflationsrisiko darstellen.

Unsere Erwartung

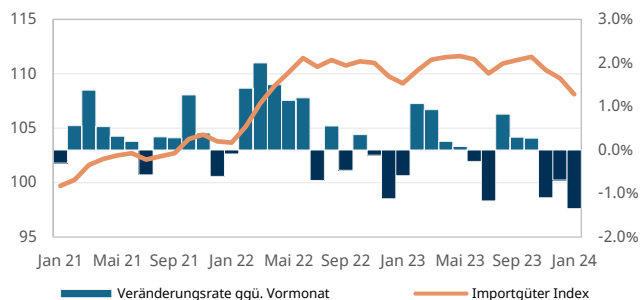
Die aktuellen Inflationsindikatoren sprechen für eine Zinssenkung im März. Angesichts der neuesten Entwicklungen und Äusserungen der EZB, die zu einer Verschiebung der Erwartungshaltung geführt haben, stellt sich die Frage nach der Reaktion der SNB. Wir sind der Überzeugung, dass die SNB erneut ihre Unabhängigkeit unter Beweis stellen wird und erwarten eine Zinssenkung durch die SNB im März um 25 Bps (Abbildung 4).

Abbildung 1: Tatsächliche und erwartete Inflationsentwicklung



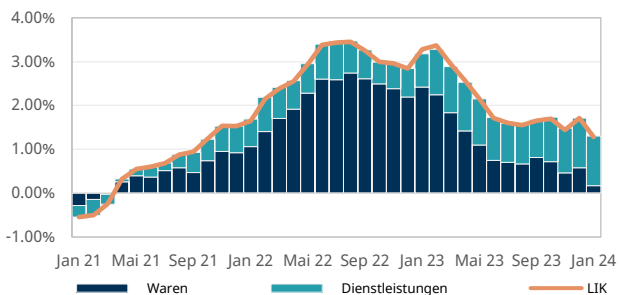
Bemerkung: Die Abbildung beinhaltet die aktuelle Inflationsentwicklung und bildet die Prognose der SNB zur Inflation zum jeweiligen Zeitpunkt der vergangenen geldpolitischen Lagebeurteilung ab.
Quelle: Daten von SNB, BFS, per 20.02.2024

Abbildung 2: Entwicklung der Importpreise



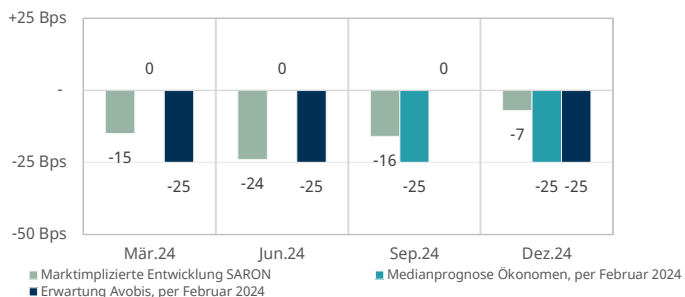
Bemerkung: Die Abbildung bildet den Preisindex für Importgüter und die Veränderung gegenüber dem Vormonat ab.
Quelle: Daten von BFS, per 20.02.2024

Abbildung 3: Konsumentenpreise unterteilt nach Gütern



Bemerkung: Veränderung der Konsumentenpreise in der Schweiz unterteilt nach Art der Güter.
Quelle: Daten von BFS, per 20.02.2024

Abbildung 4: Markterwartungen & Prognosen zum SNB-Leitzins



Bemerkung: Die marktplizierte Prognose für den SARON-Satz wird aus den Zins-Swaps abgeleitet. Die Vorhersage der Ökonomen stützt sich auf regelmässige Umfragen von Bloomberg.
Quelle: Daten von Bloomberg, Refinitiv Eikon, Avobis, per 20.02.2024

Ausland

Jerome Powell hat unmissverständlich klargestellt, dass eine Zinssenkung im März nicht zu erwarten ist, indem er hervorhob, dass zusätzliche Beweise in der Datengrundlage für eine nachhaltige Rückkehr zu niedrigeren Inflationsraten notwendig sind – eine Einschätzung, die auch von der EZB geteilt wird. Die Entscheidung, wie lange eine Zinssenkung aufgeschoben werden kann, verlangt allerdings eine differenzierte Betrachtung der wirtschaftlichen Situation beider Regionen.

Die Zurückhaltung der Zentralbanken, die Zinsen zu früh zu senken – aus Sorge, eine Inflation wie in den 1970er Jahren in den USA zu entfachen – findet in den aktuellen Äusserungen Powells erneut Resonanz (Abbildung 5). Diese Vorsicht hat ihren Grund in der US-Wirtschaft. Diese zeigt sich nämlich widerstandsfähig und die erhoffte Abkühlung bleibt aus. Eine vorzeitige Zinssenkung birgt das Risiko, die Inflation erneut anzukurbeln, weshalb sich die Währungshüter zögerlich zeigen.

Diese klare Positionierung wurde vom Markt als glaubwürdig eingestuft und führte zu einer markanten Verschiebung der Erwartungen bezüglich einer nahen Zinssenkung nach hinten (Abbildung 6). Daher dürfte das Prinzip «Higher for Longer» an den amerikanischen Märkten weiterhin Nachhall finden. Die anhaltende Inflation spiegelt sich auch in den mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen in den USA wider, die einen leichten Anstieg verzeichnen und weiterhin auf hohem Niveau verharren (Abbildung 7).

Die Zeitspanne, welche die Fed abwarten kann, bevor ausreichend aussagekräftige Daten verfügbar sind, wird von der wirtschaftlichen Entwicklung bestimmt. Die Konfrontation mit verschiedenen Risikoszenarien, wie

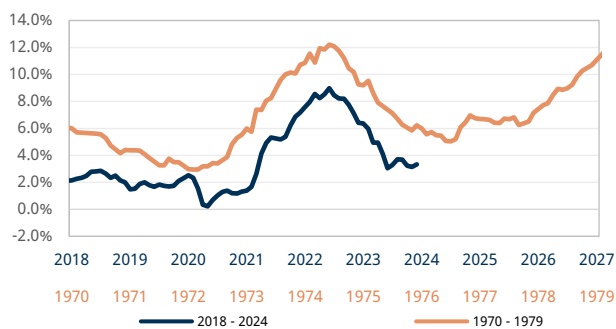
beispielsweise anstehenden Fälligkeiten bei gewerblichen Immobilienkrediten, die aufgrund hoher Zinsbelastungen und Wertverlusten möglicherweise nicht refinanziert oder zurückgezahlt werden können, oder einer Abschwächung der Konsumentennachfrage, die ein Hauptpfeiler des Wirtschaftswachstums ist, könnte die Fed zu einem früheren Eingreifen bewegen. In der Zwischenzeit bleibt abzuwarten, ob sich der Trend einer abklingenden Inflation fortsetzt.

Während die EZB eine ähnliche Vorsicht wie die Fed signalisiert, ist die wirtschaftliche Situation in der Eurozone stagnierend und teilweise sogar negativ. Im vierten Quartal näherten sich zahlreiche Volkswirtschaften einer technischen Rezession, wobei einige Länder, darunter Deutschland, sogar eine schrumpfende Wirtschaftsleistung verzeichneten. Die schwächelnde Konjunktur hat auch zu einem stärker als erwarteten Inflationsrückgang geführt. Es bleibt fraglich, ob die EZB genügend Spielraum hat, mehrere Sitzungen lang auf stichhaltige Daten zu warten. Angesichts sich verschlechternder Aussichten könnte zudem ein monetärer Stimulus für die Wirtschaft der Eurozone vonnöten sein (Abbildung 8).

Unsere Erwartung

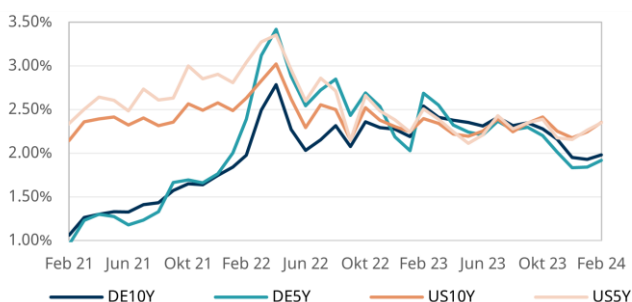
Eine erste Zinssenkung im März erscheint uns als unwahrscheinlich. Stattdessen sehen wir den frühesten Zeitpunkt für eine mögliche Anpassungen der Leitzinsen in den Sitzungen im April bzw. Mai und erwarten weiterhin, dass die EZB vor der Fed die erste Senkung initiieren wird.

Abbildung 5: Historischer Vergleich der aktuellen Inflationsentwicklung



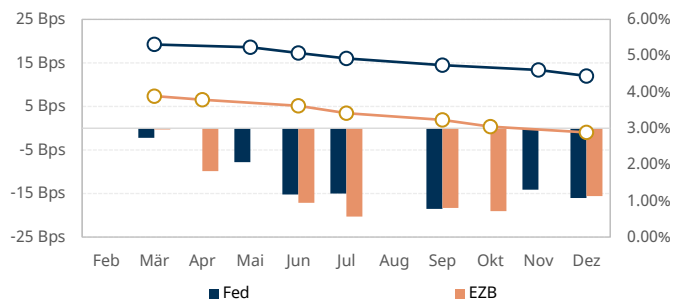
Bemerkung: Die Abbildung zeigt die aktuelle Inflationsentwicklung im Vergleich zum inflationären Umfeld in den 1970er Jahren in den USA.
Quelle: Daten von FRED, per 20.02.2024

Abbildung 7: Inflationserwartungen



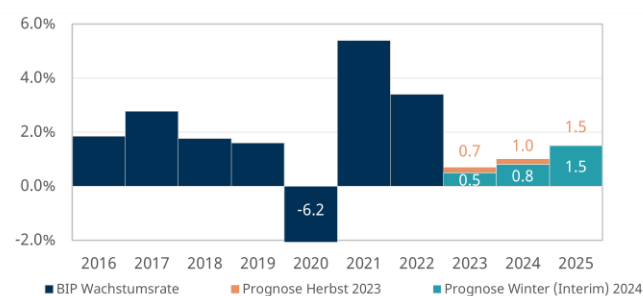
Bemerkung: Die Abbildung beinhaltet die historische Entwicklung der Breakeven-Inflationsrate (BEIR) der jeweiligen Länder / Regionen. Die BEIR wird als die Renditedifferenz von Staatsanleihen und inflationsindexierten Anleihen (ILB) mit gleichen Laufzeiten definiert. Die BEIR kann als marktimplizierte Inflationserwartung interpretiert werden.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 20.02.2024

Abbildung 6: Marktimplizierte Leitzinsentwicklungen Fed & EZB



Bemerkung: Die Grafik bildet die marktimplizierte Entwicklung für die Leitzinssätze der Fed und der 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 20.02.2024

Abbildung 8: Wirtschaftsaussichten im Euroraum



Bemerkung: Die Abbildung zeigt die historischen und erwarteten realen Wachstumsraten für den Euroraum. Die Prognosen basieren auf den Informationen der EZB.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 20.02.2024

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: 20. Februar 2024

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.