

Schweiz

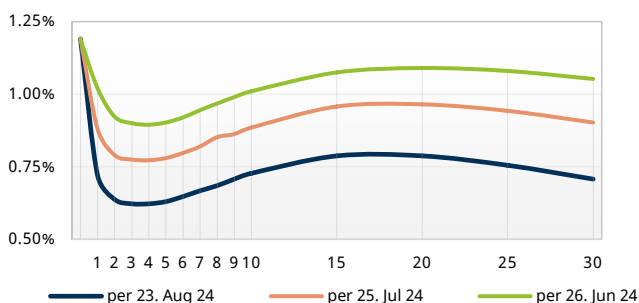
Nach den Überraschungen der letzten beiden Sitzungen könnte auch die geldpolitische Lagebeurteilung im September unerwartete Entwicklungen bringen, da eine Zinssenkung um 50 Bps im Raum steht. Entscheidend wird sein, ob die geldpolitischen Rahmenbedingungen einen solchen Schritt rechtfertigen und ob Thomas Jordan kurz vor seinem Rücktritt diesen markanten Entscheid unterstützen wird.

Die Zinsswap-Kurve verzeichnet diesen Monat einen weiteren Rückgang, wobei sich die Sätze bei Laufzeiten ab einem Jahr um etwa 15 Bps nahezu parallel verschoben haben (Abbildung 1). Damit rückt eine Normalisierung der Zinskurve weiter in die Ferne.

Diese Abwärtsbewegung der Swap-Sätze ist eindeutig auf die wachsenden Erwartungen potenzieller Zinssenkungen zurückzuführen (Abbildung 2). Diese Erwartungen haben seit etwa einem Jahr nicht nur zu einem Rückgang der Zinssätze für kurzfristige Laufzeiten, wie zweijährige, geführt, sondern sich auch auf längere Laufzeiten von bis zu zehn Jahren übertragen. Weiterer Spielraum für niedrigere langfristige Zinsen besteht somit nur, wenn die SNB eine stärkere Lockerung vornimmt, als der Markt derzeit erwartet.

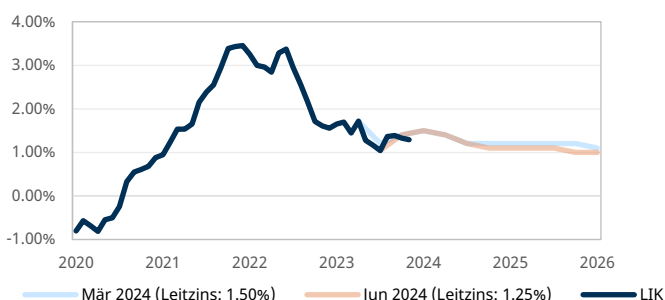
Aus den unterjährigen Swap-Sätzen lässt sich ableiten, dass für die nächsten zwölf Monate, bzw. über die kommenden vier Sitzungen, bereits kumulierte Zinssenkungen von rund 65 Bps eingepreist sind, wobei 30 Bps der nächsten Sitzung zugeschrieben werden. Einige Marktteilnehmer sichern sich daher gegen eine mögliche Zinssenkung um einen halben Prozentpunkt im September ab und schliessen ein aggressiveres Vorgehen der SNB nicht aus.

Abbildung 1: Swap-Kurve



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, 26.08.2024

Abbildung 3: Inflationsprognose der SNB



Bemerkung: Die Abbildung zeigt die aktuelle Entwicklung der Inflation und stellt gleichzeitig die Prognosen der SNB zur Inflation dar, wie sie zum Zeitpunkt der jeweils letzten geldpolitischen Einschätzung vorgenommen wurden. Diese Vorhersagen beruhen unter anderem auf der Annahme, dass der Leitzins über den gesamten Prognosezeitraum von drei Jahren unverändert bleibt.
Quelle: Daten von SNB, BFS, per 26.08.2024

Die SNB hat frühzeitig mit Zinssenkungen begonnen und präventiv gehandelt. Angesichts ihrer bisherigen geldpolitischen Ausrichtung wäre ein solcher Schritt im September gerechtfertigt, falls der Franken weiter an Wert gewinnt und die Disinflation in der Schweiz unerwartet stärker ausfällt.

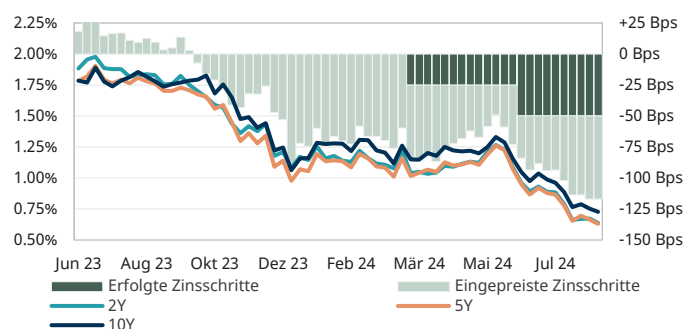
Die jüngsten Inflationsprognosen der SNB deuten darauf hin, dass ein Inflationspfad nahe 1.0% als ausreichend angesehen wird (Abbildung 3). Die Inflationsdaten für Juli stützen bereits den Fall einer Zinssenkung. Sollte die Disinflation in den kommenden Daten, insbesondere im August, weiter zunehmen, könnte eine Zinssenkung um 50 Bps wahrscheinlich werden.

Die bevorstehenden Zinssenkungen der Fed und die Rezessionsangst in den USA dürften den Druck auf den Franken weiter verstärken. Die SNB wird bei kurzfristigen Kursschwankungen wahrscheinlich weiterhin intervenieren, jedoch im aktuellen Zinsumfeld keine grossangelegten Fremdwährungskäufe vornehmen, wie sie es seit der Finanzkrise getan hat (Abbildung 4). Da der Leitzins noch nicht die untere Grenze erreicht hat, wird die SNB weiterhin das Zinsinstrument einsetzen und die Zinsdifferenz ausweiten, um dem Aufwertungsdruck entgegenzuwirken. In diesem Kontext könnte ein Zinsschritt um 50 Bps unter Umständen erforderlich werden.

Unsere Erwartung

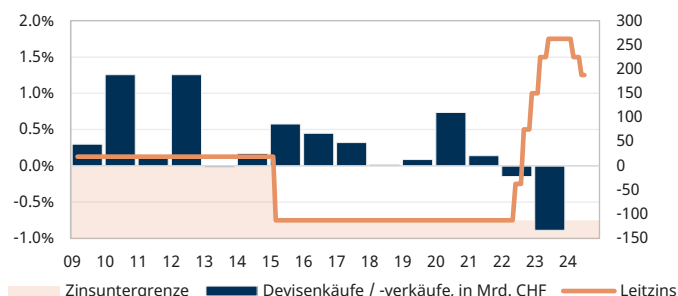
Wir erwarten neu in den nächsten drei Sitzungen jeweils einen Zinsschritt um 25 Bps als Basisszenario. Sollte der Franken weiter an Stärke gewinnen und die Inflationsdaten für August deutlich positiv ausfallen, könnte dies den Weg für eine Zinssenkung um 50 Bps im September ebnen. In diesem Szenario ist mit tieferen langfristigen Zinsen zu rechnen.

Abbildung 2: Langfristige Marktzinsen und eingepreiste Zinsschritte für die nächsten vier Sitzungen



Bemerkung: Die Abbildung zeigt die historische Entwicklung der Swap-Zinssätze für Laufzeiten von 2, 5 und 10 Jahren sowie die bereits erfolgten und die eingepreisten Zinsschritte für die nächsten vier Sitzungen ab der geldpolitischen Lagebeurteilung vom 22. Juni 2023, bei der der SNB-Leitzins zuletzt von 1.50% auf 1.75% angehoben wurde.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, 26.08.2024

Abbildung 4: Devisenmarktinterventionen der SNB



Bemerkung: Die Abbildung zeigt die Netto-Devisenkäufe bzw. -verkäufe der SNB in Mrd. CHF, die im jeweiligen Jahr durchgeführt wurden, sowie die Entwicklung des Leitzinses und der Zinsuntergrenze. Die Zinsuntergrenze markiert das Niveau, unter dem die SNB den Leitzins nicht weiter senken kann, da dies die Effizienz der Geldpolitik gefährden würde. Daten bis Ende 1. Quartal 2024.
Quelle: Daten von SNB, 26.08.2024

Ausland

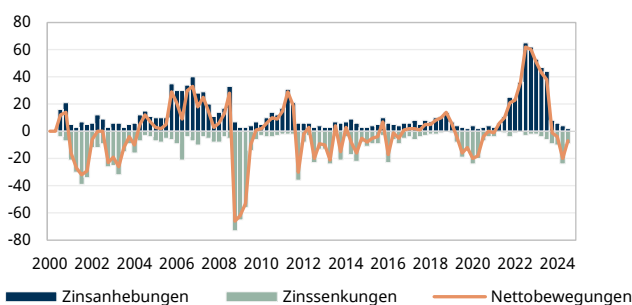
Jerome Powell hat beim ökonomischen Symposium in Jackson Hole angekündigt, dass die Zeit für Zinssenkungen gekommen ist. Während sich das Aufwärtsrisiko der Inflation verringert hat, ist das Abwärtsrisiko am Arbeitsmarkt gestiegen. Eine weitere Abschwächung des Arbeitsmarktes wird von der Fed nicht toleriert, und es scheint, dass die amerikanische Wirtschaft dieser kritischen Schwelle bereits nahegekommen ist.

Die Geldpolitik der Zentralbanken weltweit, nun auch einschliesslich der Fed, ist mittlerweile weitgehend abgestimmt, und die Phase der Disinflation begünstigt eine weitere Lockerung der Zinspolitik (Abbildung 5).

Ein weiteres Instrument, die Quantitative Straffung (Quantitative Tightening, QT), das seit etwa Mitte 2022 von mehreren Zentralbanken parallel zu den Zinserhöhungen eingesetzt wird, hat bisher ohne Störungen auf den Geldmärkten zusätzliche Restriktivität ins Finanzsystem gebracht und bleibt weiterhin in Kraft (Abbildung 6). Obwohl QT und Zinssenkungen durch unterschiedliche Kanäle wirken, haben sie prinzipiell gegensätzliche Effekte. Mit dem Übergang der Fed zu einer Phase von Zinssenkungen dürfte auch das QT-Programm in absehbarer Zeit in einem geordneten Prozess beendet werden, wobei die Sitzung im September möglicherweise erste Hinweise darauf geben könnte.

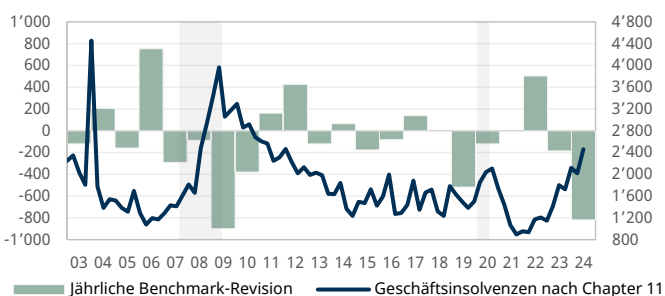
Die Entwicklung der Beschäftigung am US-Arbeitsmarkt in den letzten zwölf Monaten ist trotz der jüngsten Revision als robust einzustufen. Die offizielle Schätzung für die Gesamtbeschäftigung im Zeitraum von April 2023 bis März 2024 wurde um 818'000 nach unten korrigiert. Diese Anpassung entspricht einer Abwärtskorrektur von etwa 0.50% und bedeutet, dass die monatlichen Beschäftigungszuwächse im Durchschnitt etwa 174'000 betragen, verglichen mit den zuvor gemeldeten 242'000. Trotz

Abbildung 5: Globale Zinspolitik



Bemerkung: Die Grafik zeigt quartalsweise die Anzahl der Leitzinsänderungen – sowohl Erhöhungen als auch Senkungen – der Zentralbanken der OECD-Mitgliedsstaaten.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 26.08.2024

Abbildung 7: Revision der US-Beschäftigungszahlen



Bemerkung: Das Modell des Bureau of Labor Statistics zeigt starke Abweichungen in volatilen konjunkturellen Phasen, bietet jedoch genaue Schätzungen während ruhigen Zeiten. Die rechte Achse zeigt das Ausmass der Revision. Die linke Achse zeigt die Anzahl der Insolvenzen. Die grau gefärbten Bereiche kennzeichnen Rezessionen.
Quelle: Daten von Bureau of Labor Statistics, Refinitiv Eikon, per 26.08.2024

dieser erheblichen Korrektur bleibt das Beschäftigungswachstum stärker als vor der Pandemie. Eine Anpassung in dieser Grössenordnung war jedoch mehr oder weniger erwartet worden, da das zugrunde liegende Modell bei volatilen Konjunkturzyklen dazu neigt, die Situation entweder zu unterschätzen oder zu überschätzen (Abbildung 7).

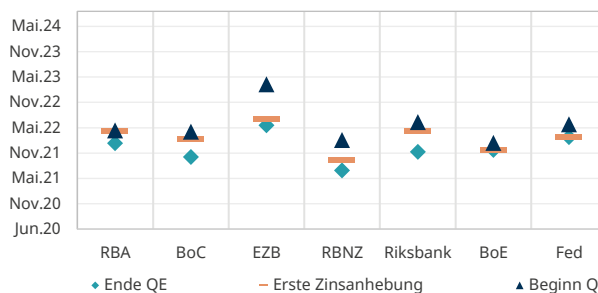
Dennoch deutet vieles auf eine Abkühlung am Arbeitsmarkt hin, und die Anzeichen für eine Schwäche nehmen zu. Negative Daten könnten die Fed dazu veranlassen, schneller und entschlossener zu handeln. Der Inflationsdruck, der laut den aktuellen Daten und den Schätzungen aus den Fed-Protokollen zur Juli-Sitzung deutlich nachgelassen hat, dürfte nun nur noch eine untergeordnete Rolle spielen.

Es bleibt spannend zu beobachten, ob die Fed tatsächlich eine wirtschaftliche Weichlandung erreichen und eine Rezession vermeiden kann. Ein starkes Anzeichen für eine bevorstehende Rezession ist die invers verlaufende Zinskurve. Dieser Indikator war in neun von zehn Fällen in den letzten 70 Jahren ein verlässlicher Vorbote einer Rezession (Abbildung 8).

Unsere Erwartung

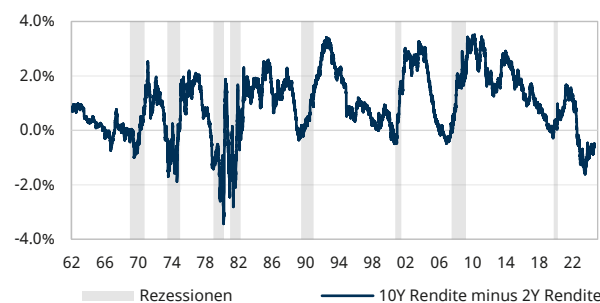
Im Raum stehen für die Fed Zinssenkungen zwischen 25 und 50 Bps. Die Ankündigung von Jerome Powell in Jackson Hole diente als Forward Guidance, die sonst im September notwendig gewesen wäre, um Überraschungen zu vermeiden. Angesichts des aktuellen Zinsniveaus wird der Effekt einer Zinssenkung um 25 Bps jedoch gering ausfallen, weshalb wir ein entschlosseneres Vorgehen der Fed mit einer Zinssenkung um 50 Bps für wahrscheinlicher halten.

Abbildung 6: Globale Quantitative Straffung (QT)



Bemerkung: Die Abbildung zeigt die Zeitpunkte, zu denen die abgebildeten Zentralbanken ihr QE-Programm beendet, die erste Zinserhöhung eingeleitet und im Rahmen von QT begonnen haben, ihre Bilanz abzubauen. RBA (Zentralbank von Australien), BoC (Zentralbank von Kanada), RBNZ (Zentralbank von Neuseeland), Riksbank (Schwedische Reichsbank), BoE (Bank von England).
Quelle: Daten von den jeweiligen offiziellen Webseiten, per 26.08.2024

Abbildung 8: Inverse US-Zinskurve als Indikator für eine bevorstehende Rezession



Bemerkung: Eine invertierte US-Zinskurve gilt als Vorbote einer bevorstehenden Rezession.
Quelle: Daten von Fred, per 26.08.2024

KONTAKT



Burak Er, CFA
Head Research

Avobis Advisory 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: 26. August 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 Advisory 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.