

## Schweiz

In seiner letzten Sitzung entschied sich Thomas Jordan für eine Zinssenkung um nur 25 Bps, bevor er die Leitung an seinen Nachfolger übergab. Aus unserer Sicht wäre ein Schritt von 50 Bps vorzuziehen gewesen. Im Folgenden erläutern wir unsere Argumente dafür.

Der Leitzins beeinflusst primär das kurze Ende der Zinskurve, während sein Einfluss auf mittlere und lange Laufzeiten deutlich geringer ist. In diesen Bereichen dominieren geldpolitische Erwartungen, Inflationserwartungen und Konjunkturaussichten. Da der Markt Zweifel daran hat, dass die SNB den Leitzins langfristig restriktiv halten wird, sind zukünftige Zinssenkungen nach der Zinspause im September 2023 bereits stark eingepreist. Dies zeigt sich im Rückgang der Term-Spreads, die bis zum heutigen Entscheid selbst für längere Laufzeiten fast -70 Bps erreicht haben (Abbildung 1). Infolgedessen sind die Zinssätze im mittleren und langen Bereich bereits stark gesunken und gelten seit einiger Zeit nicht mehr als restriktiv, während der Leitzins die kurzfristigen Zinsen künstlich hochgehalten hat (Abbildung 2). Eine Zinssenkung von 50 Bps hätte den SARON an die langfristigen Zinssätze angeglichen.

Trotz der frühzeitigen geldpolitischen Massnahmen der SNB hat der Schweizer Franken seit dem 1. Quartal dieses Jahres nominal gegenüber den wichtigsten Währungen deutlich zugelegt (Abbildung 3). Neben den soliden Fundamentaldaten der Schweizer Wirtschaft fungiert der Franken in der aktuellen makroökonomischen Lage verstärkt als sicherer Hafen. Dies zeigt sich in der positiven Korrelation zwischen dem Franken und Gold. Investoren, die in Zeiten erhöhter Marktvolatilität auf den Franken setzen, profitieren zusätzlich von den durch den Leitzins hochgehaltenen

Geldmarktsätzen. Die heutige Zinssenkung wird die Attraktivität des Franken als sicherer Hafen jedoch voraussichtlich kaum mindern, und eine weitere Aufwertung bis zur nächsten Sitzung ist nicht auszuschliessen.

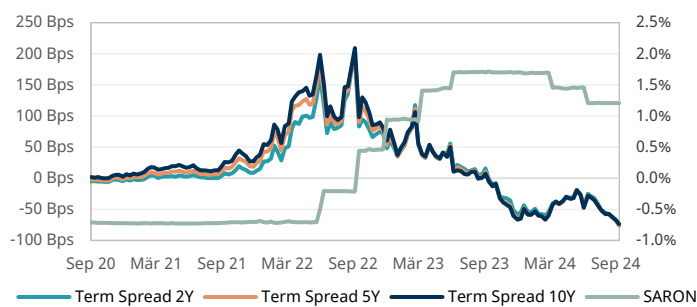
Das Risiko einer verstärkten Disinflation in der Schweiz nimmt zu, wie die neue Inflationsprognose der SNB zeigt (Abbildung 4). Die Importpreise verzeichnen fast jährlich einen Rückgang von 1.9%, was auf sinkende Rohstoffpreise und den stärkeren Franken zurückzuführen ist. Der aktuelle Inflationswert von 1.06% wird zu einem grossen Teil vom Mietpreisindex beeinflusst. Mit der erwarteten Senkung des hypothekarischen Referenzzinssatzes bis spätestens März 2025 dürften in diesem Bereich weitere disinflationäre Effekte eintreten. Eine Rückkehr zu niedriger Inflation und einem starken Franken, ähnlich wie vor der Pandemie, wird damit zunehmend wahrscheinlich. Da derzeit keine Anzeichen für umfangreiche Interventionen am Devisenmarkt gegen einen starken Franken erkennbar sind und solche Massnahmen in der Regel nur dann den grössten Effekt entfalten, wenn die Zinsen nahe der Untergrenze liegen, wäre es aus unserer Sicht optimal gewesen, den vorhandenen Spielraum für eine Zinssenkung um 50 Bps bei dieser Entscheidung auszuschöpfen.

Trotzdem bewerten wir die Lagebeurteilung insgesamt positiv, da die SNB offenbar einen vorsichtigen Ansatz verfolgt und keine übereilten Entscheidungen treffen möchte, insbesondere angesichts der aktuellen wirtschaftlichen und geopolitischen Unsicherheiten.

## Unsere Erwartung

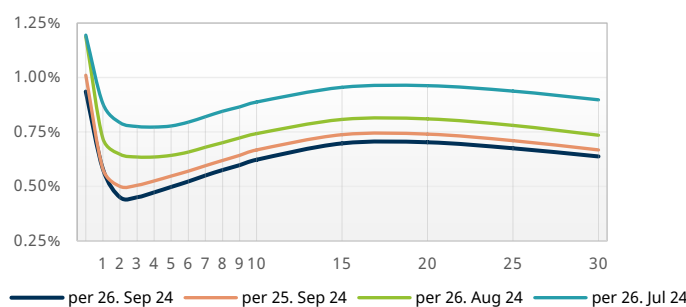
Wir sehen zwei weitere Zinssenkungen um jeweils 25 Bps im Dezember und März als unser Basisszenario an.

Abbildung 1: Term Spread (Swap-Sätze vs. SARON)



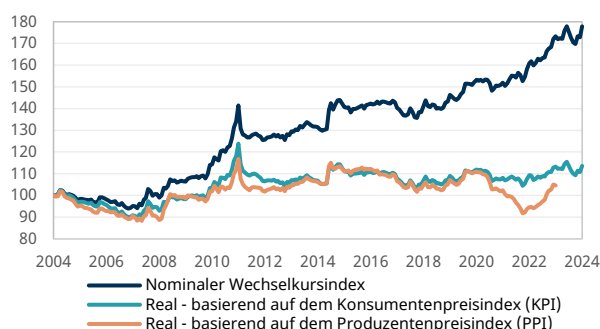
**Bemerkung:** Die Term-Spreads der Swap-Sätze berechnen sich als die Differenz des Swap-Satzes für die jeweilige Laufzeit und dem SARON.  
**Quelle:** Daten von Refinitiv Eikon, 26.09.2024

Abbildung 2: Swap-Kurven vs. SARON



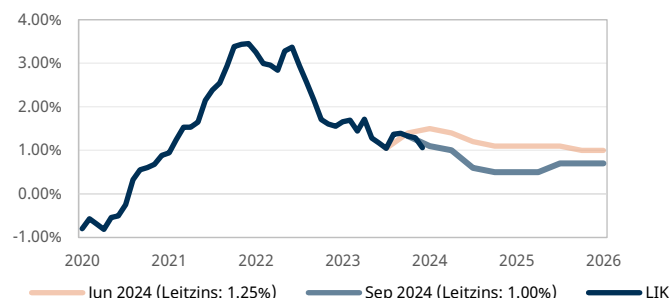
**Bemerkung:** Die Swap-Kurven dienen als grafische Darstellung der zugrundeliegenden Zinsstruktur am Schweizer Swap-Markt. Die jeweiligen Swap-Sätze per Stichtag zu den unterschiedlichen Laufzeiten (in Jahren) bilden gemeinsam die Swap-Kurve.  
**Quelle:** Daten von Refinitiv Eikon, 26.09.2024

Abbildung 3: Effektive Wechselkursindizes



**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt den nominalen und realen effektiven Wechselkursindex des Schweizer Franken. Während der nominale Index die Wechselkursentwicklung gegenüber den wichtigsten Handelspartnern misst, berücksichtigt der reale Index zusätzlich die Preisentwicklung im In- und Ausland.  
**Quelle:** Daten von SNB, per 26.09.2024

Abbildung 4: neue Inflationsprognose SNB



**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt die aktuelle Entwicklung der Inflation und stellt gleichzeitig die Prognose 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 26.09.2024

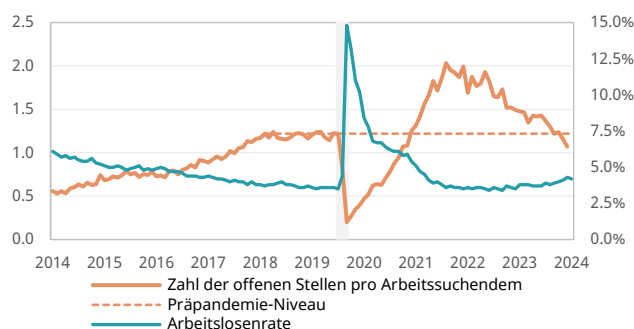
## Ausland

Vergangenen Mittwoch überraschte Jerome Powell mit einer deutlichen Zinssenkung um 50 Bps – der ersten seit Beginn der Pandemie. Das Fed-Statement kam unerwartet, da bis kurz vor der Entscheidung die Märkte gespalten waren: Die Wahrscheinlichkeit für eine Reduktion um 50 Bps lag lediglich bei 55%, während eine Senkung um 25 Bps immer noch mit 45% gehandelt wurde. Diese Unsicherheit hielt die Spannung bis zur finalen Verkündung hoch.

Mit dieser Entscheidung lässt die Fed ihren Ankündigungen Taten folgen und zeigt klar, dass sie eine Abschwächung des Arbeitsmarktes nicht akzeptieren wird. Die Abkühlung setzt sich fort, verläuft jedoch weniger stark als befürchtet: Die Zahl der offenen Stellen sinkt, was zu einem Rückgang der offenen Stellen pro Arbeitssuchendem führt. Die Arbeitslosenrate bleibt hingegen im August unverändert (Abbildung 5). Die Kombination aus einem weiterhin robusten Arbeitsmarkt, nachlassender Inflation und dem Beginn der Zinssenkungen lässt viele Marktteilnehmer aufatmen und die Chancen auf ein Soft-Landing steigen. Entsprechend erreichten die Aktienmärkte nach dem Zinsentscheid neue Allzeithochs.

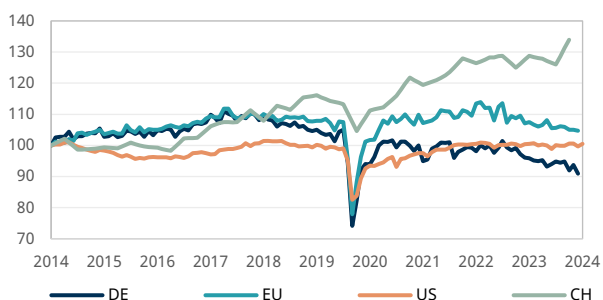
Die Inflationsdynamik in den USA hat sich zwar spürbar abgeschwächt, und verschiedene Indizes bewegen sich langsam in die gewünschte Richtung. Dennoch bleiben die Markterwartungen für die mittel- und langfristige Inflation ausserhalb des von der Fed angestrebten Zielbands (Abbildung 6). Im Vergleich zu den deutschen Break-Even-Inflationsraten mit gleicher Laufzeit wird eine Diskrepanz deutlich. Diese liegt darin begründet, dass die US-Wirtschaft im Gegensatz zur europäischen weiterhin stark wächst, wodurch das Risiko besteht, dass eine Lockerung der Geldpolitik die Inflation erneut anheizen könnte.

Abbildung 5: US-Arbeitsmarkt



**Bemerkung:** Die Abbildung veranschaulicht die Entwicklung am US-Arbeitsmarkt. Der schattierte Bereich markiert die Rezessionsphase während der Pandemie.  
**Quelle:** Daten von Fred, per 26.09.2024

Abbildung 7: Industrieproduktionsindex



**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt die Industrieproduktionsindizes für verschiedene Länder / Wirtschaftsräume.  
**Quelle:** Daten von Refinitiv Eikon, per 26.09.2024

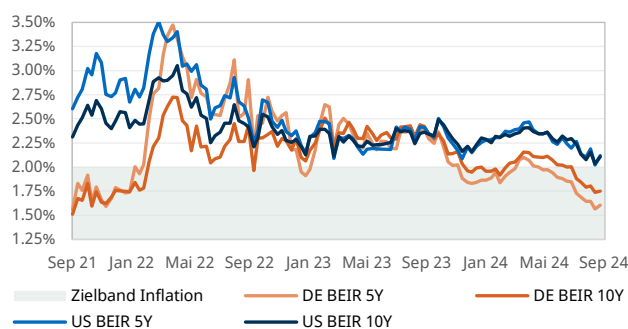
Die europäische Wirtschaft steht vor einer Reihe von Herausforderungen: Neben sinkender Wettbewerbsfähigkeit, Arbeitskräftemangel und stagnierende Produktivität fehlt es zudem an ausreichenden Investitionen in zukunftsweisende Technologien. Die Anzeichen für eine Abschwächung mehren sich, insbesondere in der Produktionsindustrie (Abbildung 7). Eine weitere Lockerung der Geldpolitik mag zwar willkommen und in gewissem Masse auch erforderlich sein, wird jedoch die grundlegenden strukturellen Probleme nicht beheben.

Bis Jahresende stehen für beide Zentralbanken noch zwei Sitzungen an. Für die Fed werden Zinssenkungen von insgesamt 75 Bps erwartet, während für die EZB etwa 50 Bps in Aussicht stehen (Abbildung 8). Das Tempo der Zinssenkungen der Fed wird entscheidend von den neuen Arbeitsmarktdaten abhängen. Sollte sich der Arbeitsmarkt robuster zeigen als erwartet, besteht wenig Anlass für die Fed, in gleichem Tempo fortzufahren, zumal Inflationsrisiken weiterhin bestehen. Deuten die Daten jedoch auf eine stärkere Abschwächung hin, könnte die Fed mit einer weiteren Reduktion um 50 Bps reagieren. Das Tempo der EZB wird voraussichtlich von den Entscheidungen der Fed beeinflusst, sodass bei einem aggressiveren Vorgehen der Fed eine Senkung um 25 Bps im Oktober und um 50 Bps im Dezember im Raum steht.

## Unsere Erwartung

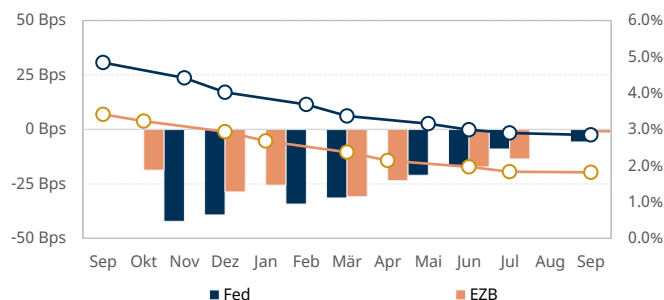
Für die EZB erwarten wir in der Oktobersitzung eine weitere Zinssenkung um 25 Bps. Bei der Fed gehen wir in der Novembersitzung im Basisszenario von einer Senkung um 50 Bps aus. Sollten die Arbeitsmarktdaten positiv ausfallen, rechnen wir mit einer moderaten Reduktion um 25 Bps.

Abbildung 6: Marktimplizierte Inflationserwartungen



**Bemerkung:** Die Abbildung beinhaltet die historische Entwicklung der Breakeven-Inflationsrate (BEIR) für USA und Deutschland. 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 26.09.2024

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 26.09.2024

## 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. September 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.