

Schweiz

Die Erwartung, dass die SNB den Leitzins bis Mitte nächsten Jahres auf 0.50% senkt, gewinnt unter Ökonomen und am Zinsmarkt zunehmend an Boden. Vor allem Disinflation und die schwache globale Konjunktur stützen diese Annahme.

Trotz bereits drei erfolgter Zinsschritte in diesem Jahr liegt die SNB hinter dem Zinsmarkt zurück (Abbildung 1). Aktuell sind für die nächsten vier Sitzungen drei weitere Zinssenkungen (75 Bps) eingepreist, was den Leitzins bereits nach der Juni-Sitzung auf 0.25% senken könnte. Damit stünden wir erneut in einem Tiefzinsumfeld und nur ein Katzensprung von Negativzinsen entfernt. Zurzeit reflektiert insbesondere das mittelfristige Segment der Zinskurve ein Szenario mit tieferen Zinsen, während das langfristige Ende gegenüber dem Vormonat ziemlich unverändert bleibt (Abbildung 2).

Der aktuelle Verlauf der Zinskurve zeigt eine zunehmend markante Konvexität im mittleren Segment. So preist etwa der zweijährige Swap-Satz bereits einen Leitzins unter 0.25% ein, während die langfristigen Zinsen sowie die Tageszinsen hoch bleiben. Die Ursachen für diese Struktur bleiben interpretationsfähig, eröffnen jedoch interessante Handlungsoptionen: Sei es für erfahrene Trader, die auf einen möglichen «negative butterfly» setzen – also ein Szenario, in dem die Zinsen am kurzen und langen Ende stärker fallen bzw. weniger stark steigen als im mittleren Segment – oder für Fremdfinanzierungen, die ihre Zielduration kostengünstiger durch eine stärkere Positionierung im mittleren Bereich der Kurve gestalten möchten.

Ob der Leitzins tatsächlich auf 0.50% und später auf 0.25% sinkt, bleibt offen und hängt entscheidend von der Preisstabilität, der Stärke des Franken und der gesamtwirtschaftlichen Lage ab. Der Disinflationprozess

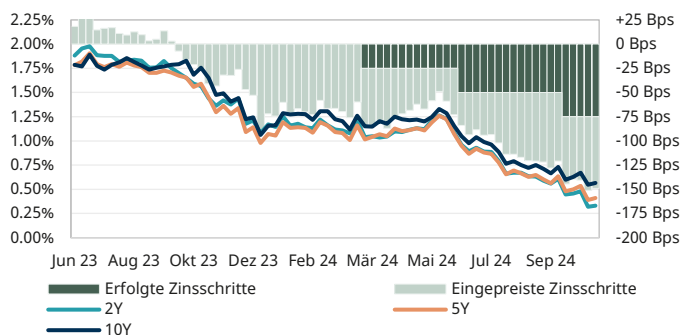
hält an und zentrale Preissegmente sind von ihren Höchstständen zurückgegangen (Abbildung 3). Besonders die Importpreise fallen deutlich – eine Entwicklung, die grösstenteils auf den starken Franken zurückzuführen ist, der im aktuellen Umfeld weiterhin als sicherer Hafen fungiert. Sollte die Preisabschwächung anhalten, sind im kommenden Jahr sogar negative Inflationsraten möglich, was die SNB zu weiteren Zinssenkungen veranlassen würde.

Die Schweiz ist als offene Volkswirtschaft stark von der globalen Konjunktur und besonders von der Entwicklung ihrer Nachbarn abhängig. Europa steht vor strukturellen Herausforderungen, die – ungelöst – langfristig die Wettbewerbsfähigkeit schwächen könnten. Besonders die deutsche Wirtschaft zeigt 2024 Anzeichen von Stagnation oder gar Rückgang. Schweizer Wirtschaftspolitiker arbeiten daher seit längerem und verstärkt seit der Pandemie daran, die Abhängigkeit von einzelnen Märkten zu verringern und das Handelsportfolio durch neue Märkte breiter aufzustellen (Abbildung 4). Zwar dürfte die Schweiz nicht völlig unberührt von der europäischen Schwäche bleiben, doch könnten die Auswirkungen dank einer geringeren Abhängigkeit sowie einer robusten Binnenwirtschaft und stabilen inländischen Bedingungen abgefedert werden. Eine geldpolitische Lockerung aus dieser Argumentation wäre wirtschaftlich vorteilhaft, jedoch nicht zwingend notwendig.

Unsere Erwartung

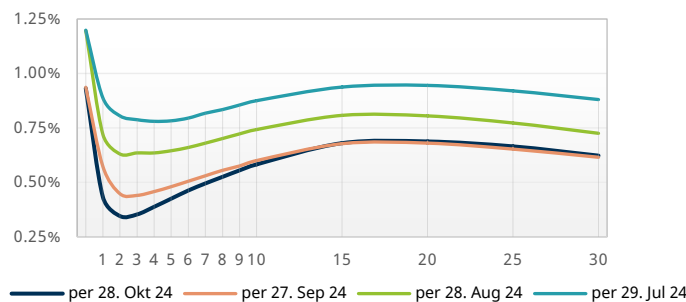
Wir sehen zwei weitere Zinssenkungen um jeweils 25 Bps im Dezember und März als unser Basisszenario an und schliessen danach weitere Zinssenkungen nicht aus.

Abbildung 1: Langfristige Marktzinsen und eingepreiste Zinsschritte für die nächsten vier Sitzungen



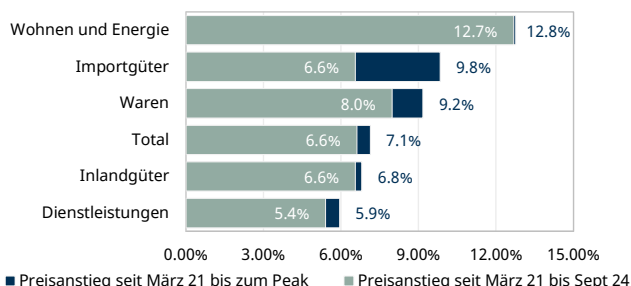
Bemerkung: Die Abbildung zeigt die historische Entwicklung der Swap-Zinssätze für Laufzeiten von 2, 5 und 10 Jahren sowie die bereits erfolgten und die eingepreisten Zinsschritte für die nächsten vier Sitzungen ab der geldpolitischen Lagebeurteilung vom 22. Juni 2023, bei der der SNB-Leitzins zuletzt von 1.50% auf 1.75% angehoben wurde.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, 30.10.2024

Abbildung 2: Swap-Kurven vs. SARON



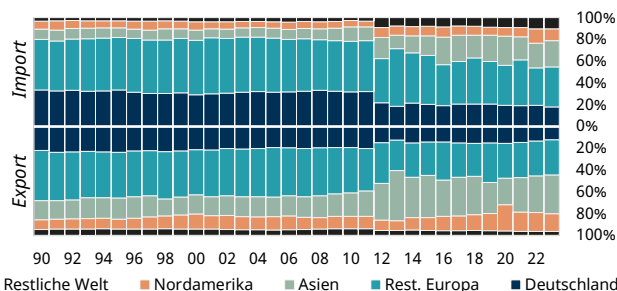
Bemerkung: Die Swap-Kurven dienen als grafische Darstellung der zugrundeliegenden Zinsstruktur am Schweizer Swap-Markt. Die jeweiligen Swap-Sätze per Stichtag zu den unterschiedlichen Laufzeiten (in Jahren) bilden gemeinsam die Swap-Kurve.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, 30.10.2024

Abbildung 3: Preisentwicklung der Konsumentenpreise



Bemerkung: Die Abbildung zeigt die Preisentwicklung der einzelnen Segmente des Landesindex der Konsumentenpreise seit ihrem jeweiligen Höchststand während des Inflationsanstiegs sowie die aktuellen Preisniveaus im Vergleich zu März 2021.
Quelle: Daten von BFS, per 30.10.2024

Abbildung 4: Schweizer Aussenhandel



Bemerkung: Die Abbildung zeigt die Exporte und Importe im Aussenhandel nach geografischer Gliederung.
Quelle: Daten von BFS, per 30.10.2024

Ausland

Der geldpolitische Jahresendspurt rückt näher, und die Fed trifft sich nächste Woche zur zweitletzten Sitzung des Jahres. Der Markt erwartet eine Fortsetzung des Zinssenkungspfads mit einer weiteren Reduktion um 25 Bps. Für die EZB steht im Dezember eine stärkere Senkung um 50 Bps zur Diskussion.

Seit der Fed-Sitzung im September, bei der der Leitzins um 50 Bps gesenkt wurde, sind die Marktzinsen entlang der Zinskurve überraschend gestiegen. Besonders auffällig ist der Anstieg der Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe um über 50 Bps (Abbildung 5). Eine Analyse zeigt, dass sowohl die reale Rendite als auch die Inflationserwartungen zum Anstieg beigetragen haben.

Die US-Arbeitsmarktdaten, die zuvor eine Abkühlung signalisierten, zeigen aktuell eine unerwartete Robustheit (Abbildung 6). Die erwartete rasche Zunahme der Arbeitslosenquote blieb bisher aus, und die Zahl der offenen Stellen pro Arbeitssuchendem, eine von der Fed eng beobachtete Kennzahl, stagniert. Seit der Pandemie hat sich die US-Wirtschaft stark erholt (Abbildung 8), gestützt durch ein solides Beschäftigungswachstum, das zwar leicht nachlässt, aber weiterhin nahe dem Durchschnitt liegt (Abbildung 7). Für das 3. Quartal wird ein Wirtschaftswachstum von annualisierten 3% erwartet. Sollte der Arbeitsmarkt stabil bleiben oder gar wachsen, könnte dies das Wachstum stützen und die Inflation möglicherweise erneut anziehen lassen – ein Szenario, das gegen weitere Zinssenkungen spricht.

Die europäische Wirtschaft steht hingegen vor strukturellen Problemen, darunter eine schrumpfende Erwerbsbevölkerung, stagnierende Produktivität, unzureichende Kommerzialisierung von Innovationen und ineffiziente

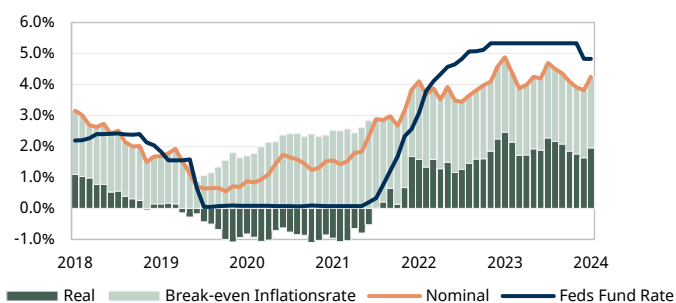
Regulierung. Dies zeigt sich in der Wirtschaftsleistung der grössten Mitgliedsstaaten, die seit der Pandemie hinter Ländern wie der Schweiz und den USA zurückbleiben (Abbildung 8). Die deutsche Wirtschaft stagniert sogar auf Vorkrisenniveau. Parallel zur schwächelnden Konjunktur ist die Inflation deutlich gesunken – von 2.2% im August auf 1.7% im September – was Spekulationen über eine 50 Bps-Senkung der EZB im Dezember verstärkt.

Weitere geldpolitische Lockerungen könnten zwar kurzfristig positive Impulse setzen, lösen jedoch nicht die strukturellen Probleme. Ein aggressiveres Vorgehen birgt zudem das Risiko, unerwünschte Signale zu senden, die auf eine mögliche Panik der EZB hindeuten und zu ungewünschter Volatilität an den Märkten führen könnten. Daher ist es wahrscheinlich, dass die EZB ihr aktuelles Tempo beibehält und die Zinsen in jeder Sitzung um 25 Bps senkt, bis die gewünschten monetären Bedingungen erreicht sind. Ein Abgleiten unter den neutralen Zinsbereich (geschätzt zwischen 2.0% und 2.5%) in eine expansive Geldpolitik scheint wirtschaftlich realistisch und könnte im Laufe des Jahres 2025 verstärkt in den Fokus rücken.

Unsere Erwartung

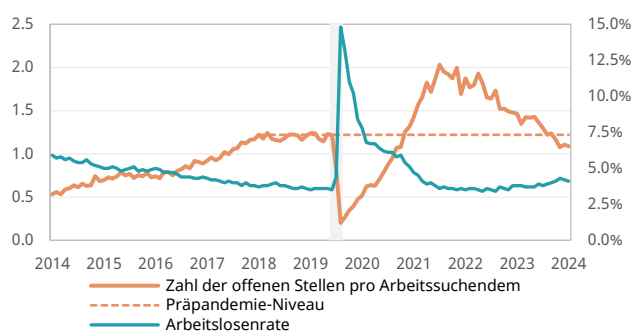
Wir erwarten, dass die Fed in der Novembersitzung den Leitzins um 25 Bps senkt, und halten eine weitere Senkung im Dezember für möglich, schliessen jedoch eine Zinspause nicht aus. Bei der EZB gehen wir von einer Senkung um 25 Bps in der Dezembersitzung aus, gefolgt von mindestens drei weiteren Senkungen in gleicher Höhe in den darauffolgenden Sitzungen.

Abbildung 5: 10-jährige US-Staatsanleiherendite



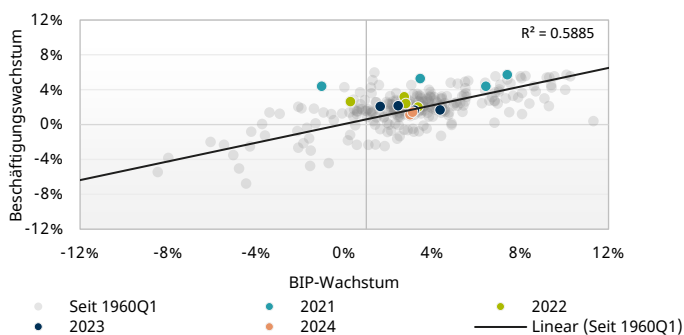
Bemerkung: Die Abbildung zeigt den effektiven Federal Funds Zinssatz sowie die nominale Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen, unterteilt in der realen Zinssatz und die Break-even-Inflationsrate, die als marktimplizierte langfristige Inflationserwartung interpretiert werden kann.
Quelle: Daten von Fred, per 30.10.2024

Abbildung 6: US-Arbeitsmarkt (1/2)



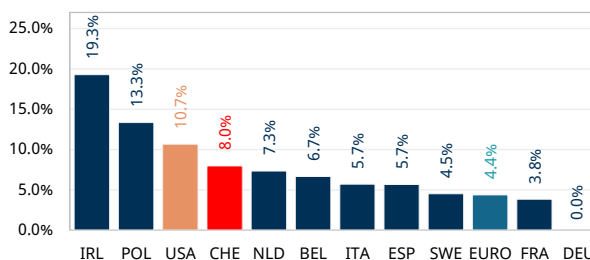
Bemerkung: Die Abbildung veranschaulicht die Entwicklung am US-Arbeitsmarkt. Der schattierte Bereich markiert die Rezessionsphase während der Pandemie.
Quelle: Daten von Fred, per 30.10.2024

Abbildung 7: US-Arbeitsmarkt (2/2)



Bemerkung: Die Abbildung zeigt quartalsweise die annualisierten Wachstumsraten der Beschäftigung im Vergleich zum annualisierten Wachstum des realen BIPs.
Quelle: Daten von Fred, per 30.10.2024

Abbildung 8: BIP-Wachstum 2024Q2 vs. 2019Q4



Bemerkung: Die Abbildung zeigt das reale BIP-Wachstum der zehn grössten europäischen Mitgliedsstaaten, der Schweiz und der USA seit Q4 2019.
Quelle: Daten von Eurostat, Fred, per 30.10.2024

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: 30. Oktober 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.