

Schweiz

Am 12. Dezember kommen die Entscheidungsträger der SNB zu ihrer letzten geldpolitischen Lagebeurteilung in diesem Jahr zusammen und ein vierter Zinsschritt um 25 Bps gilt weitgehend als gesetzt. Gleichzeitig haben sich die Bedingungen entlang der Zinskurve weiter entspannt, sodass das Niveau der Tiefzinsen vor der Pandemie in greifbare Nähe rückt.

Der disinflationäre Trend setzt sich fort, und die Teuerung liegt erneut unter der bedingten Inflationsprognose der SNB von der Septembersitzung. Die Konsumentenpreise fielen im Oktober im Vergleich zum Vorjahr auf 0.62% und verzeichneten mit einem Rückgang von -0.13% gegenüber dem Vormonat den vierten monatlichen Rückgang in Folge. Ohne die Komponente der Wohnungsmieten ist die Teuerung auf Jahresbasis sogar erstmals negativ (Abbildung 1).

Auch im kommenden Jahr dürfte der disinflationäre Trend anhalten, was negative Inflationsraten für den gesamten Warenkorb wahrscheinlich macht. Der Schweizer Franken bleibt – abgesehen vom US-Dollar – gegenüber den meisten Währungen stark, was weiterhin tiefe Importpreise begünstigt. Die erwartete Senkung des hypothekarischen Referenzzinssatzes, die spätestens bis März erfolgen dürfte, wird voraussichtlich auch bei den Bestandsmieten zu einem Rückgang der Teuerung führen. Um mittelfristig wieder eine positive Inflationsrate sicherzustellen, könnten weitere Zinssenkungen notwendig werden. SNB-Präsident Martin Schlegel hat zudem signalisiert, dass bei Bedarf sogar die Wiedereinführung von Negativzinsen in Betracht gezogen werden könnte.

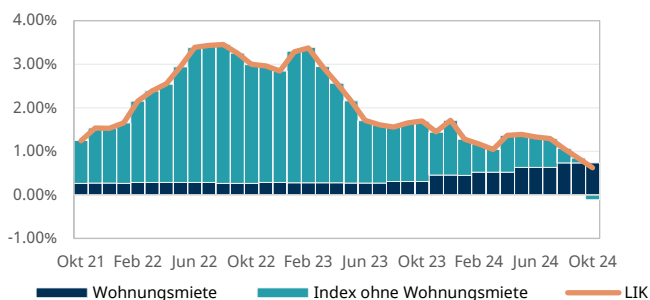
Der Markt hat seine Erwartungen für das Leitzinsniveau seit dem Sommer deutlich nach unten korrigiert (Abbildung 2). Während die Zinsswap-Kurve zuvor für Ende 2025 dreimonatige Forward-Swap-Sätze von knapp unter 1.00% implizierte, weisen die aktuellen Swap-Sätze für die zweite Jahreshälfte 2025 auf einen SARON-Satz von etwa 0.10% hin. Grundsätzlich sind Forward-Rates als Vorhersage zukünftiger Zinsentwicklung verzerrt und müssen daher nicht zwangsläufig eintreffen. Nichtsdestotrotz spiegeln diese Anpassungen die gestiegene Erwartung einer expansiveren Geldpolitik wider.

Die Zinsswap-Kurve hat sich im Vergleich zum Vormonat aufgrund der Erwartung tieferer Zinsen nicht nur in der kurzen und mittleren Frist nach unten verschoben, sondern auch am langen Ende deutlich nachgegeben (Abbildung 3). Gleichzeitig sind die Aufschläge der Swap-Sätze gegenüber den Anleiherenditen von Staatsanleihen zurückgegangen und liegen nun nahe 0% (Abbildung 4). Insgesamt deutet dies auf eine spürbare Lockerung entlang der gesamten Zinskurve hin.

Unsere Erwartung

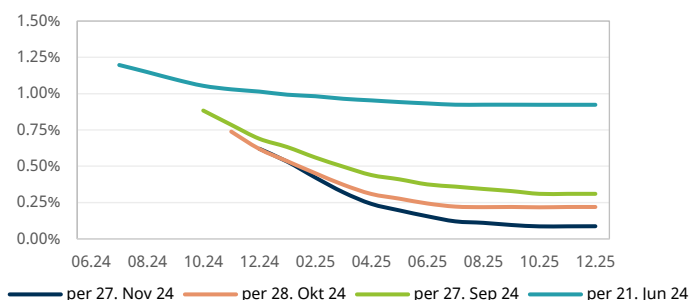
Wir sehen zwei weitere Zinssenkungen um jeweils 25 Bps im Dezember und März als unser Basisszenario an und schliessen danach weitere Zinssenkungen nicht aus.

Abbildung 1: Der Landesindex der Konsumentenpreise (LIK)



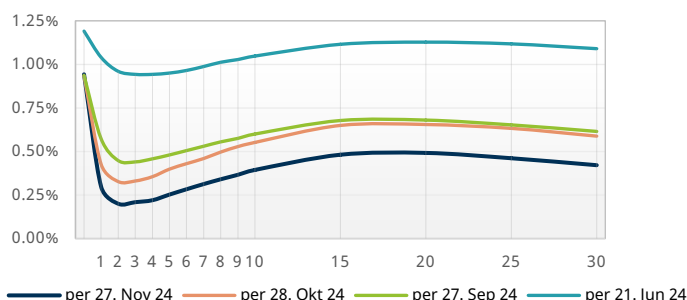
Bemerkung: Beiträge zur Vorjahresveränderung der Konsumentenpreise in der Schweiz unterteilt nach Index ohne Wohnungsmiete und Wohnungsmiete.
Quelle: Daten von SNB, BFS, 27.11.2024

Abbildung 2: Dreimonatige Forward-Swap-Sätze bis Ende 2025



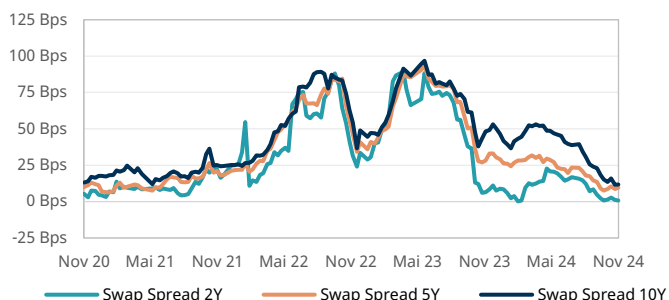
Bemerkung: Die Abbildung zeigt die Forward-Swap-Sätze mit einer Laufzeit von drei Monaten bis Ende 2025 zum jeweiligen Stichtag.
Quelle: Daten von Bloomberg, per 27.11.2024

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, 27.11.2024

Abbildung 4: Swap Spread (Swapsätze vs. Anleiherenditen)



Bemerkung: Die Swap-Spread berechnen sich als die Differenz zwischen dem Swap-Satz und der Anleiherendite für Bundesanleihen für die gleiche Laufzeit.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 27.11.2024

Ausland

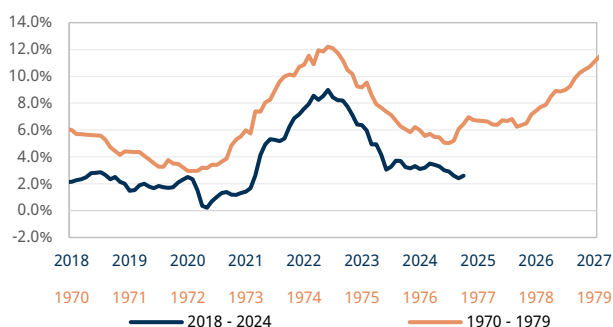
Auch die Fed und die EZB stehen im nächsten Monat vor ihrer letzten geldpolitischen Lagebeurteilung des Jahres. Während die EZB voraussichtlich eine vierte Zinssenkung beschliessen und dieses Tempo auch im kommenden Jahr beibehalten dürfte, könnte die Fed angesichts eines soliden Wirtschaftswachstums und einer hartnäckigen Inflation ihr Tempo verlangsamen und im Dezember eine Zinspause einlegen.

Im Oktober beschleunigte sich der Anstieg der Verbraucherpreise in den USA, was darauf hindeutet, dass der inflationsdämpfende Trend der letzten zwei Jahre ins Stocken gerät. Besorgniserregend ist, dass die Inflation ähnlich wie in den 1980er Jahren erneut aufflammen könnte, da die aktuellen Entwicklungen bisher auffällige Parallelen zeigen (Abbildung 1). Während die bevorstehenden Steuersenkungen und Tarifierhöhungen unter der Präsidentschaft von Donald Trump eher zu einmaligen Inflationsschüben führen dürften, könnten die zunehmende fiskalische Verschuldung und die weiterhin robuste Wirtschaft strukturell höhere Inflationsraten fördern.

Die Konsumausgaben in den USA zeigen robuste Wachstumsraten und tragen etwa 70% zum Wirtschaftswachstum bei. Gleichzeitig hat sich die Sparquote erholt, was auf eine solide Konsumbasis hindeutet (Abbildung 6). Arbeitsmarktindikatoren zeigen im Vormonat ein weitgehend unverändertes Bild, was ebenfalls auf die Stabilität des Arbeitsmarktes hinweist.

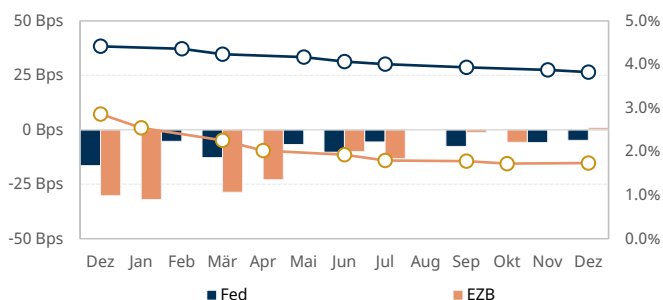
Insgesamt deutet das aktuelle Umfeld auf ein vorsichtigeres Vorgehen der Fed bei weiteren Zinssenkungen hin, was eine weitere Drosselung des Tempos wahrscheinlich macht. Entsprechend wurden die Zinssenkungserwartungen für das Jahr 2025 am Markt deutlich reduziert (Abbildung 7).

Abbildung 5: Historischer Vergleich der aktuellen Inflationsentwicklung in den USA



Bemerkung: Die Abbildung zeigt die aktuelle Inflationsentwicklung im Vergleich zum inflationären Umfeld in den 1970er Jahren in den USA.
Quelle: Daten von Fred, per 27.11.2024

Abbildung 7: 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 27.11.2024

Der Futuresmarkt signalisiert aktuell eine etwa 30-prozentige Wahrscheinlichkeit für eine Zinspause bei der Sitzung am 18. Dezember. Die bis dahin veröffentlichten Wirtschaftsdaten werden hierfür entscheidend sein.

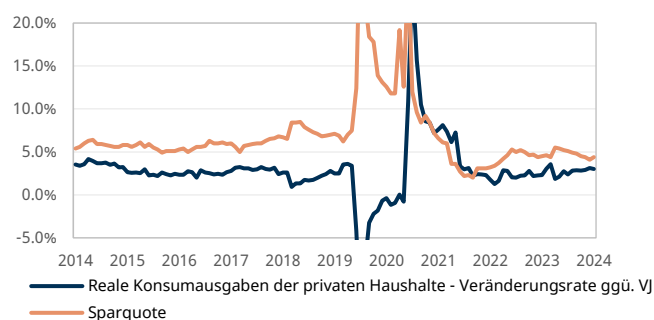
Die verhandelten Löhne, ein zentraler Indikator der EZB, stiegen im dritten Quartal um 54% im Vergleich zum Vorjahr (Abbildung 8). Obwohl die meisten EZB-Vertreter angesichts der schwachen wirtschaftlichen Dynamik weitere Zinssenkungen befürworten, werden Tempo und Umfang zunehmend kontrovers diskutiert. Mahnungen zur Vorsicht kommen vor allem wegen des anhaltenden Preisdrucks im Dienstleistungssektor, in dem das Lohnwachstum weiterhin stark bleibt.

Trotzdem dürfte der Anstieg der verhandelten Löhne die EZB nicht von einer weiteren Zinssenkung im Dezember abhalten. Der Fokus der geldpolitischen Entscheidungsträger liegt inzwischen verstärkt auf zukunftsorientierten Indikatoren für das Lohnwachstum und der übergeordnete Inflationsausblick erscheint weniger bedenklich. Am Markt werden für das kommende Jahr weitere Zinssenkungen eingepreist (Abbildung 7).

Unsere Erwartung

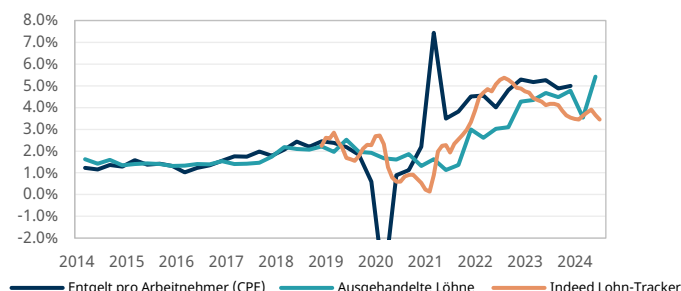
Eine Zinssenkung der Fed ist zwar nicht auszuschliessen, doch ein vorsichtigeres Vorgehen erscheint sinnvoller, weshalb wir eine Zinspause für wahrscheinlicher halten. Für die EZB erwarten wir nach der Dezembersitzung mindestens zwei weitere Zinsschritte um jeweils 25 Bps.

Abbildung 6: US Konsumausgaben



Bemerkung: Die Abbildung zeigt die monatlichen Veränderungsrate der realen Konsumausgaben der privaten Haushalte gegenüber dem Vorjahresmonat und die Sparquote in den USA.
Quelle: Daten von Fred, per 27.11.2024

Abbildung 8: Lohnentwicklung Euroraum



Bemerkung: Die Grafik zeigt die Entwicklung verschiedener Indikatoren zur Überwachung der Lohnentwicklung im Euroraum.
Quelle: Daten von ECB Data Portal, GitHub, per 27.11.2024

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: 27. November 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.