

Schweiz

Martin Schlegel überrascht in seiner ersten geldpolitischen Lagebeurteilung als SNB-Präsident: Der Leitzins wird um 50 Bps gesenkt, begleitet von einer niedrigeren bedingten Inflationsprognose. Bereits zuvor hatte Schlegel signalisiert, dass Negativzinsen in Zukunft nicht ausgeschlossen sind – nun folgt der erste grosse Schritt in diese Richtung.

Die SNB erwartet in ihrer neuen bedingten Inflationsprognose trotz eines Leitzinses von 0.50% einen Rückgang der Inflationsrate auf 0.20% im kommenden Jahr (Abbildung 1). Offiziell geht die SNB zwar noch nicht von einer negativen Inflation aus, doch angesichts der niedrigen Inflationserwartungen scheinen weitere Zinssenkungen im nächsten Jahr wahrscheinlich.

Die heutige Leitzinssenkung hat den Schweizer Franken gegenüber dem Euro geschwächt und dürfte den exportorientierten Unternehmen etwas Aufwind geben. Denn trotz eines auf den ersten Blick soliden und wachsenden Aussenhandels steht der Schweizer Export unter Druck, vor allem aufgrund schwächelnder Absatzmärkte in den Nachbarländern. Während chemische und pharmazeutische Produkte, die mehr als die Hälfte der Exporte ausmachen, weitgehend konjunkturunabhängig sind und deren Nachfrage unelastisch auf die Aufwertung des Frankens reagieren, kämpfen andere Industrien mit schwächerer Nachfrage und den Belastungen einer starken Heimwährung (Abbildung 2).

Der Franken dürfte aufgrund der Zinssenkung allein jedoch nicht wesentlich abwerten. Bereits im März hatte die SNB mit Leitzinssenkungen begonnen und die Differenz zu den Euro-Zinsen vergrössert. Dennoch wertete der Schweizer Franken weiter auf (Abbildung 3). Dies deutet darauf

hin, dass andere Faktoren, wie die Funktion des Frankens als sicherer Hafen, die Wirkung der höheren Zinsdifferenz überlagern. Im aktuellen globalen makroökonomischen Umfeld scheint die Zinsdifferenz allein daher nur begrenzt die Attraktivität des Schweizer Frankens zu mindern.

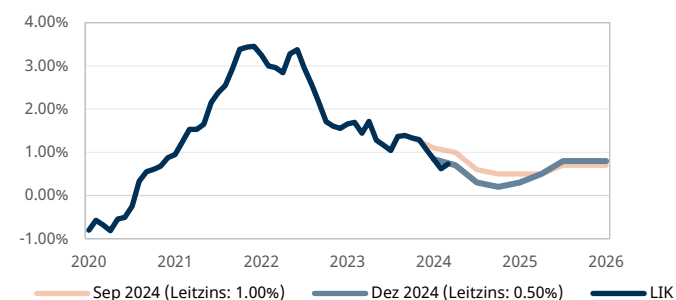
Aus dieser Beobachtung heraus könnten systematische Deviseninterventionen durch den Verkauf der heimischen Währung ein wirksames Instrument darstellen. Ihre Effizienz ist jedoch am höchsten, wenn der Spielraum für Zinssenkungen ausgeschöpft ist und der Leitzins sich an der effektiven Untergrenze befindet. Basierend auf der bisherigen Praxis liegt diese technisch bei -0.75% (Abbildung 4). Es ist jedoch denkbar, dass die SNB bereits vor Erreichen dieser Grenze gezielt mit Interventionen beginnt.

Die Schweizer Geldpolitik im nächsten Jahr wird hauptsächlich von der Inflation und der Entwicklung des Frankens bestimmt. Bleibt der Aufwertungsdruck auf den Franken bestehen und hält der deflationäre Trend an, könnten weitere Leitzinssenkungen der SNB unvermeidlich werden. Gleichzeitig dürften Deviseninterventionen verstärkt in den Fokus der geldpolitischen Diskussion rücken.

Unsere Erwartung

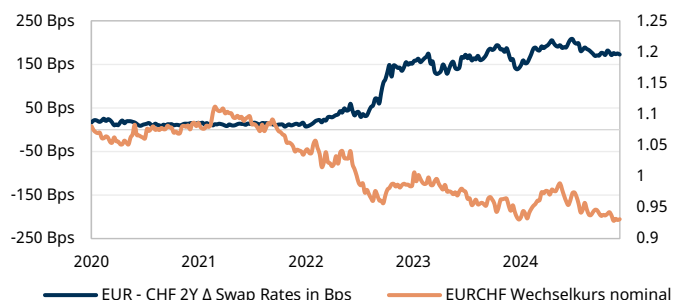
In unserem Basisszenario rechnen wir mit zwei weiteren Zinssenkungen um jeweils 25 Bps in den Sitzungen im März und Juni, was bereits im Juni zu einem Leitzins von 0% führen würde. Eine erneut starke Senkung um 50 Bps im März schliessen wir jedoch nicht aus.

Abbildung 1: Neue Inflationsprognose der SNB



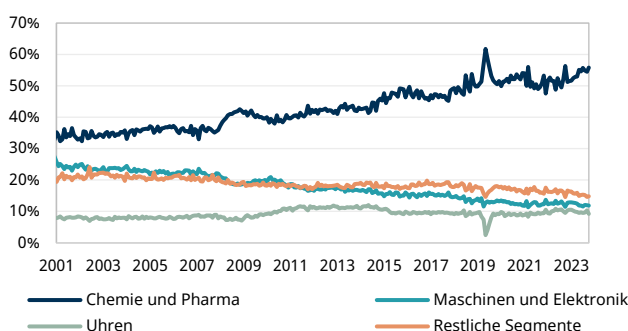
Bemerkung: Die Abbildung zeigt die aktuelle Entwicklung der Inflation und stellt gleichzeitig die Prognosen der SNB zur Inflation dar, wie sie zum Zeitpunkt der jeweils letzten geldpolitischen Einschätzung vorgenommen wurden. Diese Vorhersagen beruhen unter anderem auf der Annahme, dass der Leitzins über den gesamten Prognosezeitraum von drei Jahren unverändert bleibt.
Quelle: Daten von SNB, BFS, 12.12.2024

Abbildung 3: Nominaler EURCHF-Wechselkurs und 2Y-Swap-Differenz



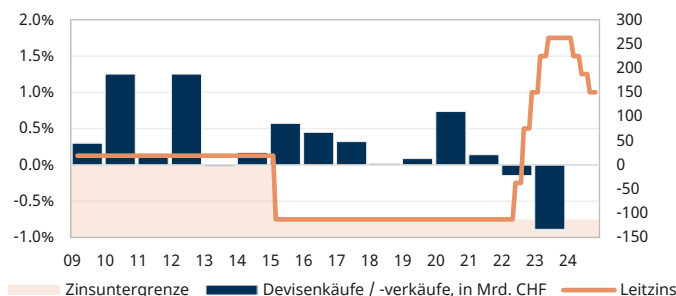
Bemerkung: Die Abbildung zeigt die historische Entwicklung des nominalen Wechselkurses des CHF zum EUR sowie die Differenz der 2-jährigen Swapsätze zwischen ESTR und SARON in Basispunkten.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, 12.12.2024

Abbildung 2: Schweizer Aussenhandel nach Waren



Bemerkung: Die Abbildung zeigt die historische Entwicklung des prozentualen Anteils der jeweiligen Warengruppe an der gesamten Ausfuhr in nominalen CHF-Beträgen. Die restliche Warengruppe beinhaltet Präzisionsinstrumente, Metalle, Fahrzeuge und Textilien, Bekleidung, Schuhe.
Quelle: Daten von SNB, per 12.12.2024

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.
Quelle: Daten von SNB, per 12.12.2024

Ausland

Die EZB hat den Einlagesatz zum vierten Mal erneut um 25 Bps gesenkt, wodurch er nun bei 3.00% liegt. Swapsätze, die für Ende 2025 einen Zinssatz von 1.60% einpreisen, zeigen, dass weniger als die Hälfte des Weges zurückgelegt ist. Angesichts der aktuellen Entwicklungen dürfte die EZB ihr Tempo vorerst beibehalten und möglicherweise sogar erhöhen.

Die Probleme für die Europäische Union stapeln sich. Die Ereignisse in der politischen Landschaft, insbesondere in Frankreich, machen sich an den Finanzmärkten bemerkbar. So wurden die langfristigen französischen Anleihen seit einigen Monaten zum gleichen Preis und seit einigen Wochen sogar günstiger gehandelt als spanische Anleihen (Abbildung 5).

Viele europäische Mitgliedsstaaten, allen voran Frankreich, konnten die erheblichen Haushaltsdefizite, die durch die expansive Fiskalpolitik während der Pandemie entstanden sind, bislang nicht abbauen (Abbildung 6). Seit 2024 gilt wieder die 3%-Defizitgrenze der EU, die während der Pandemie ausgesetzt war. Neben Rumänien, das bereits seit 2019 unter einem Defizitverfahren steht, wurde im Sommer gegen sieben weitere Mitgliedsstaaten, darunter Italien und Frankreich, ein Defizitverfahren eingeleitet. Die Pläne zur Konsolidierung umfassen Steuererhöhungen und umfassende Ausgabenkürzungen. Während Italien bereits in diesem Jahr eine deutliche Reduktion des Defizits anstrebt und bis 2026 wieder unter der 3%-Grenze liegen könnte, wird Frankreich dieses Ziel voraussichtlich nicht vor 2029 erreichen.

Eine restriktivere Fiskalpolitik ist in den betroffenen Ländern zwar notwendig, um langfristig eine nachhaltige Haushaltsführung sicherzustellen, belastet jedoch die Konjunktur zusätzlich – und das in einer Phase, in der die europäische Wirtschaft dringend Wachstumsimpulse benötigt. Zwar stieg

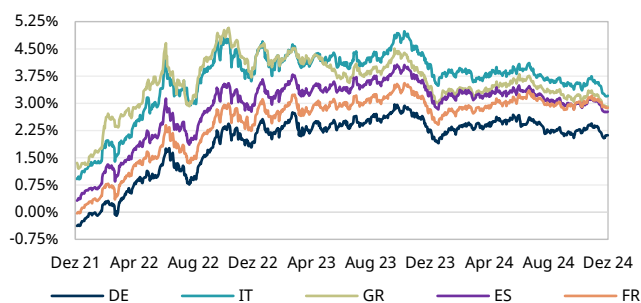
das Wirtschaftswachstum im Euroraum im dritten Quartal dieses Jahres mit einem annualisierten Wert von 1.64% erstmals seit dem dritten Quartal 2022 wieder leicht an (Abbildung 7), doch die Aussichten bleiben gedämpft, und die Wachstumsprognosen wurden in der Dezember-Sitzung nach unten korrigiert. Eine stärkere Lockerung der Geldpolitik könnte wichtige Impulse setzen, weshalb die EZB im kommenden Jahr wahrscheinlich an ihrem Kurs festhalten und das Tempo, falls es die Inflationslage erlaubt, sogar erhöhen wird.

Die Inflationszahlen in den USA sind wie erwartet ausgefallen und bestätigen nahezu sicher eine dritte Leitzinssenkung um 25 Bps in der Fed-Sitzung nächste Woche. Allerdings verlangsamt sich der disinflationäre Prozess, während einige Komponenten, insbesondere die Wohnkosten, weiterhin hartnäckig hoch bleiben (Abbildung 8). Dies birgt ein substanzielles Aufwärtsrisiko für die Inflation und könnte die Fed im kommenden Jahr dazu veranlassen, das Tempo bei weiteren Zinssenkungen zu drosseln.

Unsere Erwartung

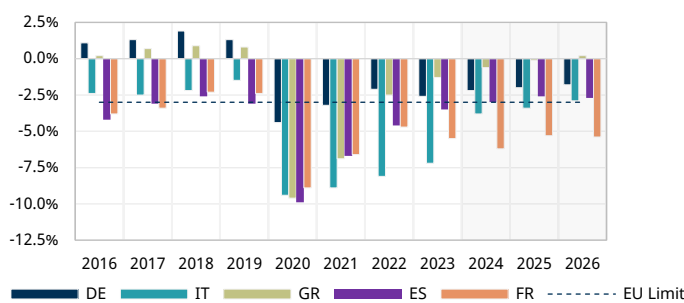
Wir erwarten, dass die Fed nächste Woche den Leitzins um 25 Bps senken wird. Für die EZB erwarten wir im kommenden Jahr mindestens drei weitere Zinssenkungen um jeweils 25 Bps.

Abbildung 5: 10-jährige Anleiherenditen von EU-Mitgliedstaatsanleihen



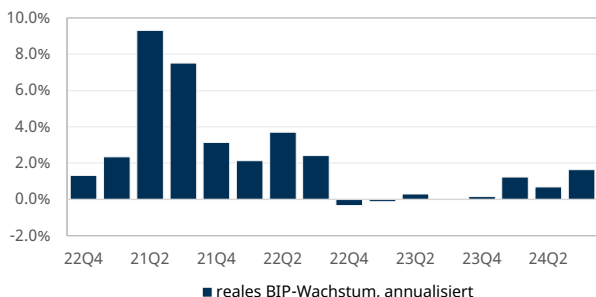
Bemerkung: Die Abbildung zeigt die Anleiherenditen von 10-jährigen Staatsanleihen der europäischen Mitgliedsstaaten.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 12.12.2024

Abbildung 6: Haushaltssaldo der EU-Mitgliedstaaten in % des BIP



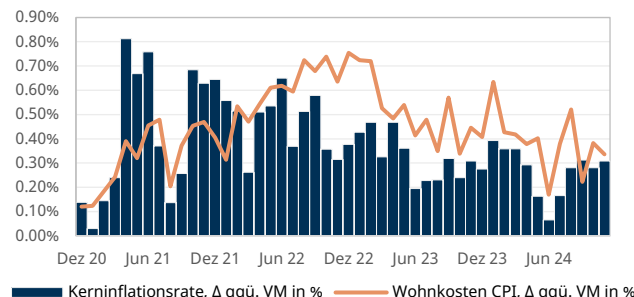
Bemerkung: Die Abbildung zeigt den prozentualen Anteil des staatlichen Haushaltssaldos in Relation zum BIP der europäischen Mitgliedsstaaten. Die Werte ab 2024 basieren auf den Prognosen der europäischen Kommission.
Quelle: Daten von Eurostat, European Commission, per 12.12.2024

Abbildung 7: Wirtschaftswachstum im Euroraum



Bemerkung: Die Abbildung zeigt das reale BIP-Wachstum auf quartalsweiser Basis mit annualisierten Wachstumsraten.
Quelle: Daten von Fred, per 12.12.2024

Abbildung 8: US-Kerninflationsrate und Wohnkosten



Bemerkung: Die Abbildung zeigt die monatliche Veränderungsrate der Kerninflation sowie der Wohnkostenkomponente.
Quelle: Daten von Fred, per 12.12.2024

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: 12. Dezember 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.