

## Executive Summary

Die rückläufige Inflation verschaffte den meisten Zentralbanken 2024 Spielraum für Zinssenkungen. 2025 dürften sich die geldpolitischen Pfade jedoch stärker auseinanderentwickeln. Das Risiko einer erneuten Inflationswelle, hohe Staatsverschuldung sowie politische und wirtschaftliche Unsicherheiten prägen den Ausblick.

**Schweiz:** Der Zinsmarkt bleibt im internationalen Vergleich stabil mit moderater Volatilität. Sinkende Strompreise und ein starker Franken begrenzen die Inflationsrisiken, sodass ein erneuter Anstieg unwahrscheinlich ist. Der Franken dürfte mittelfristig weiter aufwerten, während die SNB nur bei übermässi-ger Stärke eingreifen dürfte. Kurz- und mittelfristige Zinsen könnten weiter sinken, während das lange Ende stabil bleibt. Wir erwarten zwei weitere Zinssenkungen auf 0%.

**EU:** Die Eurozone bleibt wirtschaftlich schwach, belastet durch politische Fragmentierung und strukturelle Defizite. Eine wachstumsfördernde Fiskalpolitik wäre nötig, ist aber aufgrund hoher Verschuldung kaum realisierbar. Mit der Trump-Regierung steigt zudem das Risiko handelspolitischer Spannungen. Während geldpolitische Lockerungen erforderlich sind, droht eine hartnäckige Inflation. Wir erwarten mindestens zwei weitere Leitzinssenkungen, gehen aber davon aus, dass die EZB im Sommer aufgrund anhaltender Inflationsrisiken pausieren wird.

**USA:** Die US-Wirtschaft bleibt robust, während Inflationsrisiken steigen – ein «No-Landing»-Szenario wird wahrscheinlicher. Parallelen zu den 1980er Jahren sind erkennbar, und die Fed muss vermeiden, durch zu frühe Zinssenkungen alte Fehler zu wiederholen. Die Trump-Regierung bringt zusätzliche Unsicherheiten, die den Inflationsdruck erhöhen könnten. Ohne klare Signale für eine abnehmende Inflation oder eine Abschwächung des Arbeitsmarkts bleibt der Spielraum für Zinssenkungen begrenzt. Wir erwarten eine Zinspause bis zum Sommer.

## 2025 – Geldpolitik zwischen Divergenz und Inflationsdruck

### 2024 war das Synchronschwimmen vieler Zentralbanken

Nach den synchronen Zinserhöhungen in den Jahren 2022 und 2023 folgte 2024 eine ebenso koordinierte Phase der Lockerung. Die meisten Volkswirtschaften reagierten auf die nachlassende Inflation mit Zinssenkungen, was zu einer globalen Wende in der Geldpolitik führte (Abbildung 1).

### 2025 dürfte hingegen etwas chaotisch werden

Dieses Gleichschritt-Muster wird nicht von Dauer sein. 2025 dürften sich die geldpolitischen Wege wieder stärker unterscheiden, da sich die konjunkturellen und inflationären Entwicklungen zunehmend auseinanderbewegen. Während einige Zentralbanken das Ende ihrer Zinssenkungen bereits erreicht haben, stehen andere erst am Anfang – oder, wie im Fall Japans, vor weiteren Straffungen.

### Globale Wirtschaft bislang ohne Rezession

Trotz vieler Warnungen konnte eine globale Rezession bisher vermieden werden, auch wenn die konjunkturelle Dynamik spürbar nachgelassen hat. In den grössten Volkswirtschaften blieb eine Rezession ebenfalls aus, doch die wirtschaftliche Entwicklung verlief unterschiedlich. Während die USA trotz des stärksten Zinsanstiegs seit der Jahrtausendwende wirtschaftlich überzeugt, hinkt Europa hinterher.

### Invertierte Zinskurve bleibt ein relevantes Signal

Eines der verlässlichsten technischen Signale für eine bevorstehende Rezession ist die invertierte Zinskurve, die sich in den letzten Monaten wieder

normalisiert hat (Abbildung 2). Die Annahme, dass es sich dabei um einen Fehlalarm handelt, greift jedoch zu kurz. Die Normalisierung erfolgte nicht durch fallende kurzfristige Zinsen, sondern durch steigende langfristige Zinsen – getrieben von höheren Wachstums- und Inflationserwartungen. Damit ist das Risiko einer Rezession nicht vom Tisch, sondern bleibt ein mögliches Szenario.

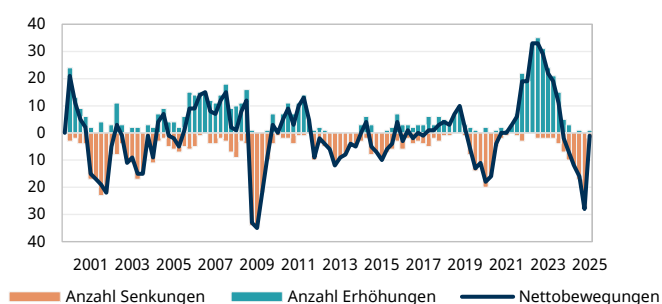
### Makroökonomische Risiken bleiben hoch

Das aktuelle globale makroökonomische Umfeld, insbesondere in den USA, ist geprägt von einem «Higher-for-Longer»-Regime. Angesichts hoher privater und staatlicher Verschuldung, einer möglichen Rückkehr der Inflation sowie wirtschaftlicher und geopolitischer Unsicherheiten bestehen erhebliche Risiken – nicht nur für eine Wachstumsverlangsamung, sondern auch für unerwartete Spannungen im Finanzsystem.

### Geldpolitischer Ausblick

Aus geldpolitischer Sicht gibt es eine Vielzahl an Faktoren, die es zu beobachten und einzuordnen gilt. In unserem diesjährigen Outlook greifen wir diese in Form zentraler Fragestellungen auf, liefern Antworten und formulieren unsere Einschätzung zur Geldpolitik im aktuellen Jahr.

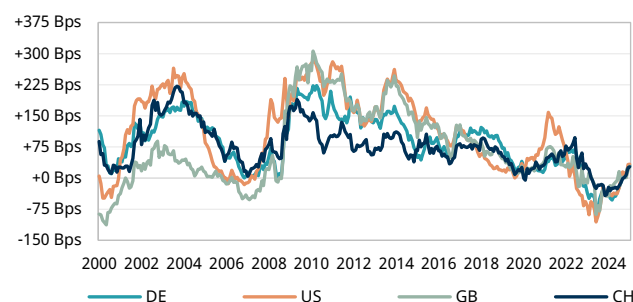
Abbildung 1: Globale Zinspolitik: Leitzinssenkungen dominierten 2024



**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt quartalsweise die Anzahl der Leitzinsänderungen – sowohl Erhöhungen als auch Senkungen – der Zentralbanken der OECD-Mitgliedsstaaten

**Quelle:** Refinitiv Eikon

Abbildung 2: Term-Spreads kehren in den positiven Bereich zurück



**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt die Term-Spreads verschiedener Länder, berechnet als Differenz zwischen der Rendite einer zehnjährigen und einer zweijährigen Staatsanleihe.

**Quelle:** Refinitiv Eikon

# EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT – OUTLOOK 2025

Januar 2025

## Schweiz

### Keht die Volatilität auch am Schweizer Zinsmarkt zurück?

Das Jahr startet mit auffälliger Bewegung an den Zinsmärkten: Staatsanleihen vieler Länder erreichen Höchststände, britische Papiere überschreiten diese sogar (Abbildung 3). Auch Schweizer Bundesobligationen zeigen Preisrückgänge, was zu leicht höheren Renditen führt – allerdings fällt die Volatilität im internationalen Vergleich moderat aus.

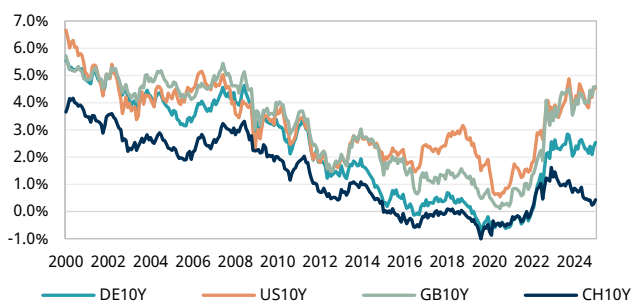
Treiber sind Inflations Sorgen, hohe Verschuldung, anhaltende Haushaltsdefizite und politische Unsicherheiten. Die Schweiz hebt sich durch solide Finanzpolitik hervor, doch es besteht die Sorge, dass die langfristigen Zinsen von den globalen Unsicherheiten beeinflusst werden könnten. Ohne klare Inflationsimpulse dürften jedoch grössere Renditesprünge oder eine Trendwende ausbleiben.

### Wie hoch ist das Risiko einer Rückkehr der Inflation in der Schweiz?

Während global die Inflation – vor allem im Dienstleistungssektor – hartnäckig bleibt, zeigt sich in der Schweiz ein anderer Trend (Abbildung 4). Da die Dienstleistungsinflation primär von inländischen Faktoren wie Lohnkosten und lokaler Nachfrage beeinflusst wird, ist ein Überschwappen der globalen Inflationsdynamik auf die Schweiz unwahrscheinlich.

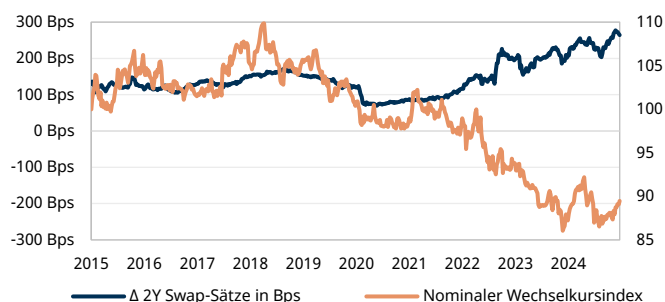
Zusätzlich wirken in den nächsten Monaten strukturelle Preissenkungen: Im Januar dürften sinkende Strompreise die Inflation um 20 Bps drücken, und eine erwartete Senkung des hypothekarischen Referenzzinssatzes im März könnte im weiteren Jahresverlauf für eine zusätzliche Reduktion um 15 Bps sorgen. Spätestens im zweiten Quartal dürfte die Inflation nahe 0% oder sogar im negativen Bereich liegen. Ein stabiler bzw. stärkerer Franken dürfte diesen Effekt sogar verstärken. Ein erneuter deutlicher Inflationsanstieg ist daher kaum zu erwarten.

Abbildung 3: Anstieg der Anleiherenditen



**Bemerkung:** Entwicklung der zehnjährigen Anleiherenditen verschiedener Staaten.  
**Quelle:** Refinitiv Eikon

Abbildung 5: Entkopplung von Zinsdifferenz und Wechselkursentwicklung



**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt handelsgewichtet den nominalen Wechselkurs des CHF und die Differenz der 2-jährigen Swapsätze gegenüber den wichtigsten Handelswährungen. Ein fallender Wechselkursindex bedeutet einen stärkeren Franken, eine höhere Zinsdifferenz tiefere Schweizer Swapsätze.  
**Quelle:** Refinitiv Eikon

### Wird der Franken weiter aufwerten und wann wird die SNB intervenieren?

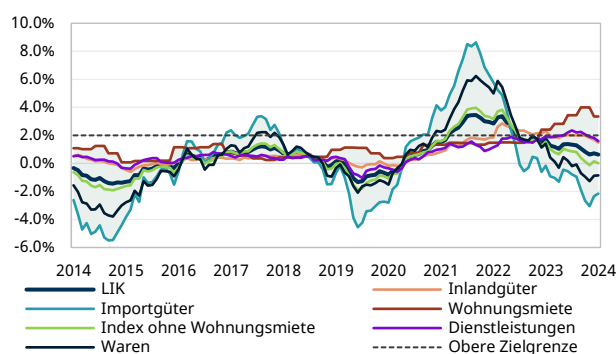
Während im letzten Jahr einige Ökonomen nicht zuletzt aufgrund der Zinsdifferenz und frühzeitigen Leitzinssenkungen eine Abwertung des Schweizer Frankens erwarteten, ist das Gegenteil eingetreten. Der Franken bleibt im aktuellen makroökonomischen Umfeld als sicherer Hafen gefragt und erweist sich auch gegenüber den vier Leitzinssenkungen als widerstandsfähig (siehe Abbildung 5).

Mittelfristig dürfte der Franken weiter aufwerten, gestützt durch die wirtschaftliche Stärke der Schweiz, niedrige Inflation und andere fundamentale Faktoren. Die geldpolitischen Massnahmen der SNB können diesen Trend kaum nachhaltig bremsen, zielen aber darauf ab, abrupte Aufwertungssprünge zu verhindern. Die SNB hat klar signalisiert, dass sie bei übermässiger Frankenstärke eingreifen wird. Ihre Bereitschaft, notfalls Negativzinsen wieder einzuführen, sowie die letzte Zinssenkung um 50 Bps unterstreichen diese Haltung. Seit der letzten Sitzung blieb eine weitere Aufwertung des Frankens aus, und die SNB scheint sich mit dem aktuellen Kursniveau zufrieden zu zeigen. Weitere Interventionen bleiben zwar möglich, sind jedoch nicht zwingend zu erwarten.

### Wie wird sich die Zinskurve entwickeln?

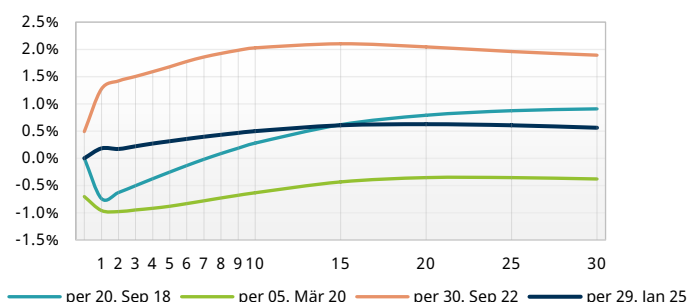
Historische Entwicklungen deuten darauf hin, dass im kurzen und mittleren Segment der Zinskurve weiteres Abwärtspotenzial besteht, insbesondere bei weiteren Zinssenkungen (Abbildung 6). Das lange Ende der Kurve dürfte hingegen weitgehend stabil bleiben. Für einen deutlichen Rückgang der Swapsätze wären Szenarien erforderlich, die mit starken Wirtschaftseinbrüchen einhergehen – ähnlich wie zu Beginn der Pandemie. Solange diese nicht eintreten, erwarten wir, dass die Zinskurve im langen Bereich stabil bleibt, während das kurze und mittlere Segment flexibler auf geldpolitische Massnahmen reagieren kann.

Abbildung 4: Landesindex der Konsumentenpreise (LIK)



**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt die Vorjahresveränderungen für den Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) und die wichtigsten Subindizes.  
**Quelle:** Bundesamt für Statistik

Abbildung 6: Zinsswap-Kurven



**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:** Refinitiv Eikon

# EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT – OUTLOOK 2025

Januar 2025

## Europäische Union

### Wann wird sich die europäische Wirtschaft erholen?

Im September letzten Jahres brachte der ehemalige EZB-Präsident Mario Draghi in einem umfassenden Bericht die strukturellen Probleme der Europäischen Union präzise auf den Punkt – und lieferte zugleich konkrete Lösungsvorschläge. Der Handlungsbedarf ist dringend.

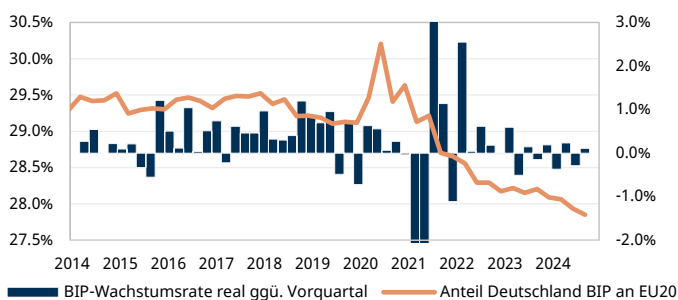
Der angeschlagene Zustand der europäischen Wirtschaft wird besonders deutlich am Beispiel der deutschen Wirtschaft (Abbildung 7). Die Probleme reichen von ineffizienten regulatorischen Hürden, niedrigen Investitionen und mangelnder Zusammenarbeit der Mitgliedstaaten bis hin zu einer schrumpfenden Arbeitsbevölkerung und stagnierender Produktivität. Das Ergebnis: Die europäische Wirtschaft hinkt in vielen Metriken hinter den USA her (Abbildung 8). Die europäischen Staaten brauchen einen klaren Leitfadens, um produktive Rahmenbedingungen zu schaffen. Weitere Lockerungen der Geldpolitik dürften hier daher wenig helfen.

### Erlaubt die schlechte Haushaltsbilanz eine expansive Fiskalpolitik?

Die hohe Staatsverschuldung und die Haushaltsdefizite, die infolge der Pandemie entstanden sind, haben sich bislang nicht erholt und sich in einigen Staaten sogar verschärft (Abbildung 9). Ein Grossteil der Staaten überschreitet weiterhin die 3%-Grenze der EU für Haushaltsdefizite.

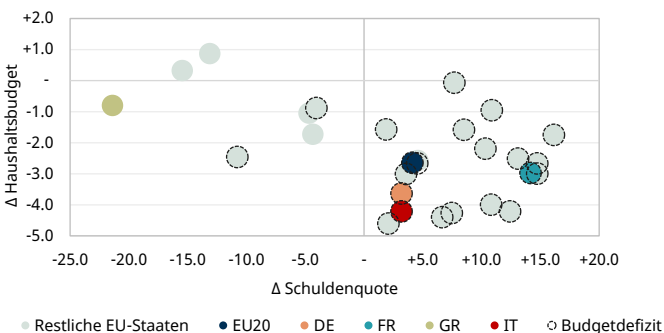
Die schwache Konjunktur in Kombination mit hohen Zinsen belastet die öffentlichen Finanzen zusätzlich. Obwohl einige Länder eine Verbesserung ihrer Haushaltslage in den kommenden Jahren prognostizieren, bleiben erhebliche Zweifel bestehen. Denn um langfristige Stabilität und Wettbewerbsfähigkeit zu sichern, sind dringend umfangreiche Investitionen nötig – auch aus dem öffentlichen Sektor. Ein zu langes Zögern könnte die globale Wettbewerbsfähigkeit Europas gefährden, während ein sofortiger expansiver Kurs die finanzielle Nachhaltigkeit unter Druck setzen würde.

Abbildung 7: Deutschland, der kranke Mann Europas



**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt den Anteil des nominalen BIP Deutschlands am Gesamt-BIP der EU20-Staaten (linke Achse) sowie die quartalsweise reale Wachstumsrate der deutschen Wirtschaft (rechte Achse).  
**Quelle:** Eurostat

Abbildung 9: Veränderung des Staatshaushalts im Verhältnis zum BIP vs. Schuldenquote, Q2 2024 vs. Q4 2019 in %P



**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt auf der horizontalen Achse die Veränderung der Schuldenquote und auf der vertikalen Achse die Veränderung des Haushaltsbudgets, jeweils in Prozentpunkten (%P). Gestrichelt umrahmte Kreise kennzeichnen Staaten mit einem Haushaltsdefizit im 2. Quartal 2024.  
**Quelle:** ECB Data Portal

Hinzu kommt, dass es der Politik an Einheitlichkeit fehlt, was kritische Entscheidungen erschwert und häufig in politischem Stillstand mündet.

### Wie gut ist Europa auf Trump 2.0 vorbereitet?

Im Zuge des Ukraine-Kriegs mussten europäische Volkswirtschaften ihre Lieferketten und Absatzmärkte neu ausrichten. China, einst ein wichtiger Absatzmarkt, insbesondere für grüne Technologien, entwickelt sich zunehmend zum globalen Wettbewerber und gewinnt beachtliche Eigenständigkeit in High-Tech-Bereichen.

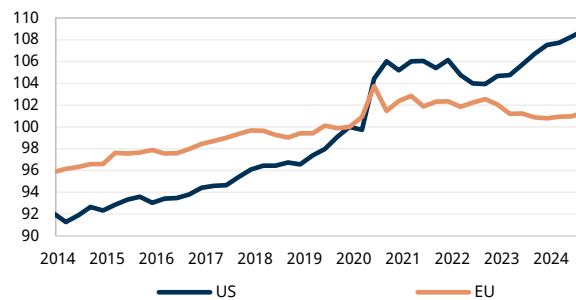
Um diese Lücke zu füllen, hat Europa seine Handelsbeziehungen mit den USA intensiviert. Doch ein Trump 2.0 mit seiner unberechenbaren «America First»-Politik könnte diese Strategie schnell ins Wanken bringen. Protektionistische Massnahmen würden Europa in eine wirtschaftlich nachteilige Position drängen. Europas starke Abhängigkeit von stabilen transatlantischen Beziehungen wird so zur potenziellen Schwachstelle.

### Wie hoch ist das Risiko einer Rückkehr der Inflation in Europa?

Die EZB hat deutlich gemacht, dass sie die Leitzinsen weiterhin schrittweise senken wird. Ähnlich wie in den USA, wenn auch in abgeschwächter Form, besteht jedoch auch hier das Risiko eines erneuten Inflationsschubs. Ein zentraler Indikator dafür sind die hohen Lohnwachstumsraten, die sowohl über dem Inflationsziel als auch der aktuellen Inflation liegen und massgeblich zur Dienstleistungsinflation beitragen (Abbildung 10).

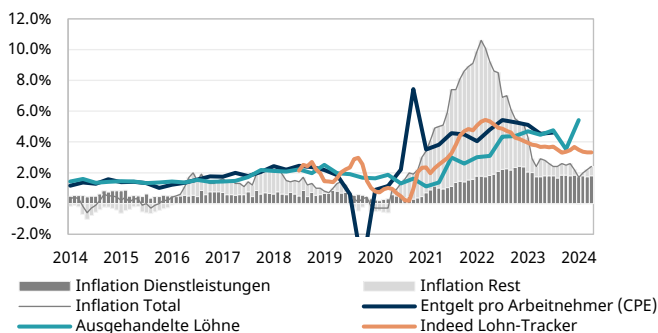
Grundsätzlich stärkt ein steigendes verfügbares Einkommen die Binnenkonjunktur. Allerdings birgt die Kombination aus höheren Löhnen und stagnierender Produktivität erhebliche Inflationsrisiken, die insbesondere bei einem konjunkturellen Aufschwung an Dynamik gewinnen könnten – Risiken, die derzeit jedoch in Kauf genommen werden müssen.

Abbildung 8: Arbeitsproduktivität: USA ziehen an Europa vorbei



**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt die Arbeitsproduktivität pro gearbeitete Stunde in den USA und Europa. Die beiden Indizes sind am 31.12.2019 auf 100 indiziert.  
**Quelle:** ECB Data Portal, Fred

Abbildung 10: Hohe Lohnwachstumsraten gefährden die Inflationsentwicklung



**Bemerkung:** Die Grafik zeigt die Inflationsrate, unterteilt in Dienstleistungen und Rest und die Entwicklung verschiedener Indikatoren zur Überwachung der Lohnentwicklung im Euroraum.  
**Quelle:** ECB Data Portal, GitHub



# EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT – OUTLOOK 2025

Januar 2025

## USA

### «Soft-Landing» oder doch eher ein «No-Landing»?

Die US-Wirtschaft zeigt sich weiterhin robust. Der Arbeitsmarkt, der im 2. Quartal des vergangenen Jahres noch deutliche Schwächen zeigte und die Fed zu einem Jumbo-Schritt von 50 Bps veranlasste, hat sich inzwischen stabilisiert (Abbildung 11).

Eine umfassende Rezession ist bislang ausgeblieben, doch die von der Fed angestrebte Weichlandung wurde ebenfalls nicht erreicht. Die hartnäckige Inflation, die zuletzt wieder steigende Tendenzen zeigt, kombiniert mit einer weiterhin starken Wirtschaft, deutet vielmehr auf ein «No-Landing»-Szenario hin – ein Zustand, in dem die Inflation trotz restriktiver Geldpolitik bleibt und die Konjunktur sich kaum abschwächt.

### Steht der USA ein Inflationsschub wie in den 70er Jahren bevor?

Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich – ein Gedanke, der auf die aktuelle Inflationsentwicklung zutrifft. Diese zeigt klare Parallelen zu den 1970er Jahren (Abbildung 12). Jerome Powell hat zu Beginn des Zinserhöhungszyklus mehrfach betont, dass die Fed aus den Fehlern der Vergangenheit lernen und die Zinsen nicht zu früh senken wolle. Doch falls die Inflation wieder ansteigt, könnte die Fed erneut in eine schwierige Lage geraten und Gefahr laufen, die Erfahrungen der 70er Jahre zu wiederholen.

### Hat die Fed zu früh mit den Zinssenkungen begonnen?

Rückblickend lässt sich durchaus argumentieren, dass die Fed zu früh mit den Zinssenkungen begonnen hat (Abbildung 14). Seit September sind die langfristigen Zinsen gestiegen, während die Erwartungen für weitere Senkungen deutlich zurückgegangen sind. Die Inflation bleibt hartnäckig, getrieben durch steigende Wohnkosten und Dienstleistungen, die angesichts der aktuellen makroökonomischen Rahmenbedingungen voraussichtlich

auf hohem Niveau verharren. Mit Trump 2.0 wächst zudem die Sorge vor einer erneuten Entfachung der Inflation, was nicht nur die geldpolitische Stabilität belastet, sondern auch die Handlungsfähigkeit der Fed einschränkt. Einige Marktteilnehmer spekulieren bereits darauf, dass die Fed in diesem Jahr nicht nur auf weitere Zinssenkungen verzichtet, sondern die Zinsen sogar erneut anheben könnte.

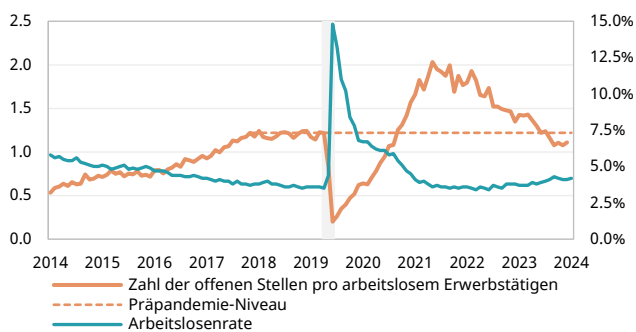
### Was bedeutet Trump 2.0 für die Inflation, Arbeitsmarkt und Geldpolitik?

Zölle, Steuersenkungen, Deregulierungen, ein Einstellungsstopp im öffentlichen Sektor, Einschränkungen der Einwanderung und neue Sanktionen sind bereits in Kraft oder stehen bevor. Einige dieser Massnahmen dienen verstärkt als Hebel für internationale Verhandlungen, schaffen jedoch kurzfristig erhebliche Unsicherheit.

Andere Massnahmen wie Deregulierungen und steuerliche Anreize könnten das Wirtschaftswachstum fördern, gleichzeitig jedoch die Inflation weiter anheizen. Eine Einschränkung der Einwanderung dürfte das Arbeitskräfteangebot weiter verknapfen, was die Lohninflation antreiben könnte. Der US-Arbeitsmarkt ist stark auf Zuwanderung angewiesen. Der Einstellungsstopp und geplante Stellenabbau im öffentlichen Sektor dürften hingegen die Arbeitsmarktdynamik schwächen (Abbildung 13).

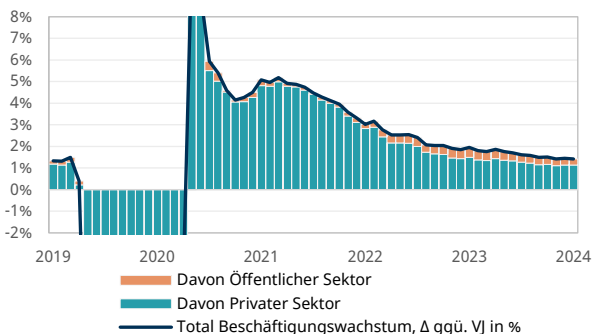
Trump will auch auf die Geldpolitik Einfluss nehmen und schneller tiefere Zinsen einführen. Dies könnte die Fähigkeit der Fed, die Inflation zu kontrollieren, erheblich beeinträchtigen. Politischer Druck gefährdet das Vertrauen in ihre Unabhängigkeit und ihre Rolle bei der Verankerung von Inflationserwartungen. Studien zeigen, dass politische Eingriffe in die Zentralbankarbeit häufig zu höherer und anhaltender Inflation führen. Die Wahrung ihrer Glaubwürdigkeit unter Trump 2.0 wird für die Fed zu einer besonders komplexen Herausforderung.

Abbildung 11: Robuste Dynamik am US-Arbeitsmarkt



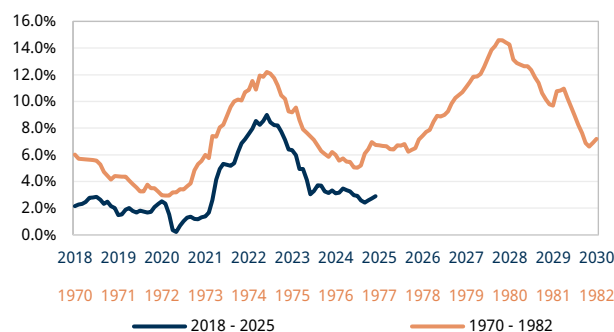
**Bemerkung:** Die Abbildung veranschaulicht die Entwicklung am US-Arbeitsmarkt. Der schattierte Bereich markiert die Rezessionsphase während der Pandemie.  
**Quelle:** Fred

Abbildung 13: Beschäftigungswachstum, unterteilt in privaten und öffentlichen Sektor



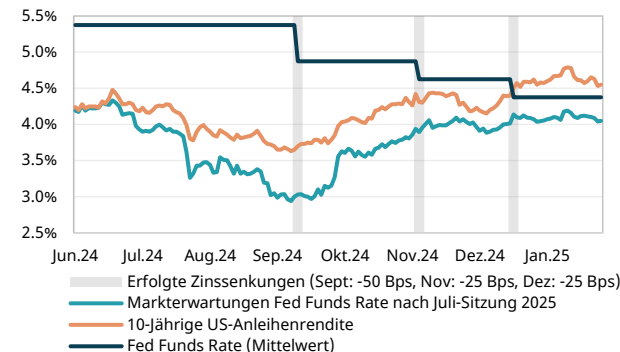
**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt das Beschäftigungswachstum in den USA, unterteilt in den privaten und öffentlichen Sektor.  
**Quelle:** Fred

Abbildung 12: Die aktuelle Inflationsentwicklung zeigt starke Parallelen zur Hochinflationphase der 70er Jahre



**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt die aktuelle Inflationsentwicklung im Vergleich zum inflationären Umfeld in den 1970er und 1980er Jahren in den USA.  
**Quelle:** Fred

Abbildung 14: Hat die Fed zu früh gesenkt? – Anstieg der Zinsen und Erwartungen seit der ersten Zinssenkung



**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt die Entwicklung der Fed Fund Rate, der 10-jährigen Anleiherendite und der marktimplizierten Fed Fund Rate nach der Juli-Sitzung 2025.  
**Quelle:** Fred, CME Group

# EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT – OUTLOOK 2025

Januar 2025

## Unser Outlook für die Geldpolitik 2025

### Schweiz

Im Dezember preisten Zinsswaps erstmals einen negativen Leitzins für die zweite Jahreshälfte 2025 ein. In den letzten Wochen sind diese Erwartungen jedoch deutlich zurückgegangen. Derzeit erwartet der Swapmarkt eine Reduktion um rund 30 Basispunkte für das Jahr 2025, wobei eine Zinssenkung im März nicht als vollständig sicher eingepreist wird (Abbildung 19).

Die Frankenstärke hat zuletzt nachgelassen, und abrupte Aufwertungen blieben aus – eine Entwicklung, die aus Sicht der SNB zufriedenstellend sein dürfte. Ob weitere Zinssenkungen folgen, hängt entscheidend von der Inflationsentwicklung in den kommenden Monaten ab. Liegt die Inflation über der Prognose, wären zusätzliche Senkungen nicht erforderlich. Sollte die Inflation hingegen unter der bedingten Prognose der SNB liegen, halten wir eine Zinssenkung im März für wahrscheinlicher. Eine anhaltend negative Inflationsrate könnte zudem eine weitere Reduktion des Leitzinses auf 0% bis Juni erforderlich machen. Weitere geldpolitische Massnahmen könnten durch globale Konjunkturrisiken oder eine unerwartete Frankenaufwertung notwendig werden. Unter diesen Umständen erwarten wir bis Jahresende einen Leitzins von 0%.

### EU

Die EZB hat nach ihrem jüngsten Zinsschritt weiterhin Spielraum für weitere Lockerungen, was sich auch am Zinsmarkt widerspiegelt, der derzeit knapp drei weitere Senkungen für dieses Jahr einpreist. Angesichts anhaltender Inflationsrisiken dürfte die EZB jedoch ein vorsichtiges Tempo beibehalten und die Anpassungen schrittweise in 25-Bps-Schritten umsetzen. Eine erneute Beschleunigung der Inflationsdynamik – aus unserer Sicht ein durchaus realistisches Szenario – könnte diesen Spielraum allerdings einschränken. Wir erwarten daher, dass die EZB bis zum Sommer zwei weitere Zinssenkungen vornimmt, bevor sie aufgrund des Inflationsdrucks eine Pause einlegt. Sollten die geldpolitischen Massnahmen wie erhofft Wirkung zeigen, könnten im späteren Jahresverlauf konjunkturgetriebene Senkungen folgen.

### USA

Wir begrüssen die Entscheidung der Fed, die Zinsen vorerst unverändert zu lassen und die wirtschaftliche Entwicklung abzuwarten. Entscheidend ist, dass sie weder die Fehler der 1980er Jahre wiederholt noch politischem Druck, etwa von Donald Trump, nachgibt. Stattdessen sollte sie ihr Dualmandat konsequent verfolgen und eine restriktive Geldpolitik beibehalten, solange der Arbeitsmarkt stark bleibt und keine deutlichen Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung erkennbar sind – eine Linie, die auch Jerome Powell betont hat. Daher halten wir grössere Zinssenkungen in diesem Jahr für unwahrscheinlich und erwarten eine Zinspause bis zum Sommer. Sollte die Konjunktur stabil bleiben, rechnen wir anschliessend mit maximal drei Zinssenkungen im Laufe des Jahres.

## KONTAKT

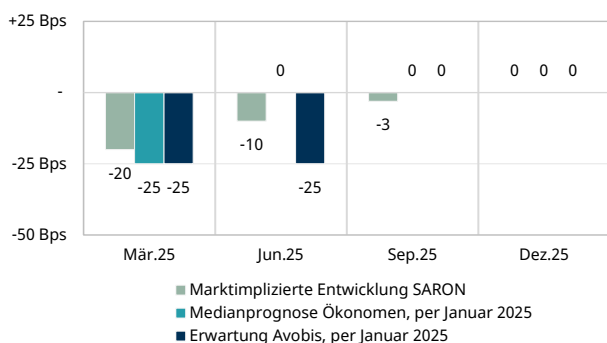


Burak Er, CFA  
Head Research

Avobis Advisory AG  
Brandschenkestrasse 38  
8001 Zürich

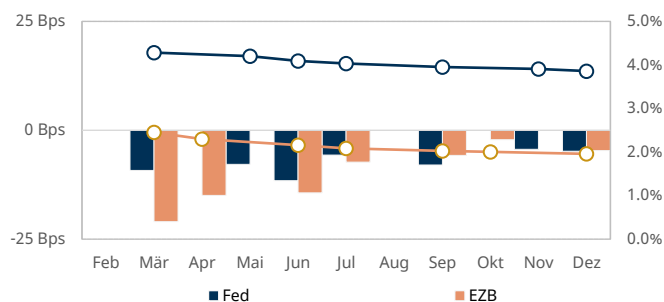
T: +41 58 255 49 09  
burak.er@avobis.ch

Abbildung 19: Markterwartungen & Prognosen zum SARON-Satz und SNB-Leitzins



**Bemerkung:** Die marktimplizierte Prognose für den SARON-Satz wird aus den Zins-Swaps abgeleitet. Die Vorhersage der Ökonomen stützt sich auf regelmässige Umfragen von Bloomberg.  
**Quelle:** Bloomberg, Refinitiv Eikon, Avobis

Abbildung 20: Marktimplizierte Leitzinsentwicklungen Fed & EZB



**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:** Refinitiv Eikon

### 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.

Stand: 30. Januar 2025