

## Schweiz

Die erste geldpolitische Lagebeurteilung der SNB in diesem Jahr rückt näher, und ein erneuter überraschender Entscheid ist nicht auszuschliessen. Seit der Dezember-Sitzung haben die Erwartungen am Zinsmarkt für weitere Leitzinssenkungen etwas nachgelassen, während Negativzinsen vorerst kein Thema mehr sind. Ein weiterer Zinsschritt liegt zwar auf der Hand, doch die SNB könnte dennoch zurückhaltend agieren und pausieren.

Die Gesamtinflation in der Schweiz sank im Januar auf 0.40% und erreichte damit einen neuen Tiefstand (Abbildung 1). Diese Entwicklung entsprach weitgehend den Erwartungen und liegt im Rahmen der Prognose der SNB. Trotz eines vermeintlichen Anstiegs der Kerninflationsrate bleibt der Preisdruck gering: Im Monatsvergleich ist die Kerninflation leicht negativ, und der Anstieg resultiert primär aus Basiseffekten (Abbildung 2). Eine Trendwende bei der Inflation zeichnet sich somit nicht ab – im Gegenteil, die Teuerung bewegt sich weiter in Richtung Null. Bereits in den Februar-daten könnte die Inflation bei 0% oder sogar im negativen Bereich liegen.

Vor diesem Hintergrund spricht vieles für eine weitere Zinssenkung. Dennoch könnte die SNB eine vorübergehend tiefe Inflation tolerieren, sofern sie mittelfristig im Zielbereich bleibt. In diesem Fall wäre eine abwartende Haltung denkbar, um sich geldpolitischen Spielraum für spätere Interventionen zu bewahren. Jüngste Äusserungen von SNB-Vertretern deuten zumindest darauf hin, dass eine solche Strategie nicht ausgeschlossen ist. Diese Zurückhaltung spiegelt sich auch in den Markterwartungen wider: Die Prognosen für geldpolitische Lockerungen wurden für dieses Jahr zurückgeschraubt (Abbildung 3), während sich die Zinsswap-Kurve im Vergleich zu den Vormonaten deutlich versteilt hat (Abbildung 4).

Die aktuelle Zinskurve lässt verschiedene Deutungen zu. Am plausibelsten erscheint jedoch die Annahme, dass Marktteilnehmer von einem wirtschaftlichen Aufschwung in der Schweiz und einer möglichen Zunahme der Inflation ausgehen. Dies würde den Druck auf die SNB verringern, mit weiteren Zinssenkungen zu reagieren, was die zuletzt gedämpften Erwartungen an geldpolitische Lockerungen erklärt.

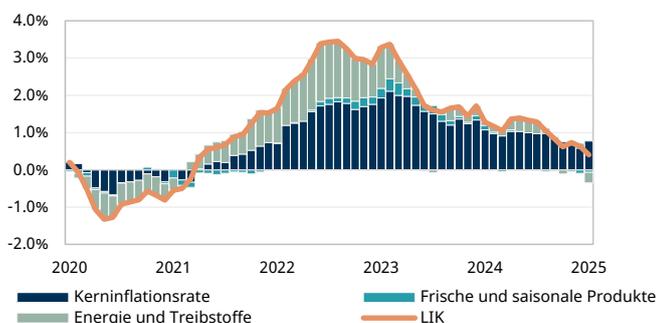
Laut Schnellschätzungen wuchs die Schweizer Wirtschaft 2024 um 0.80% und blieb damit hinter dem Vorjahr zurück. Im europäischen Vergleich zeigt sie sich jedoch widerstandsfähig. Für 2025 wird eine moderate Erholung erwartet, getragen von solidem Konsum und wachsenden Pharmaexporten. Gleichzeitig bleibt die MEM-Industrie unter Druck, nicht zuletzt aufgrund der US-Zölle unter Trump, die Schweizer Exporte bereits indirekt belasten. Auch die Pharmaindustrie könnte durch mögliche Handelsbarrieren unter Druck geraten, da die USA ein zentraler Absatzmarkt sind.

Trotz dieser Risiken dürfte sich die Wirtschaft insgesamt stabil entwickeln, wenn auch mit begrenztem Wachstum. Um wettbewerbsfähig zu bleiben, sind Innovation, strukturelle Anpassungen und der Ausbau der Handelsbeziehungen essenziell. Zudem könnten weitere geldpolitische Lockerungen zusätzliche wirtschaftliche Impulse liefern.

## Unsere Erwartung

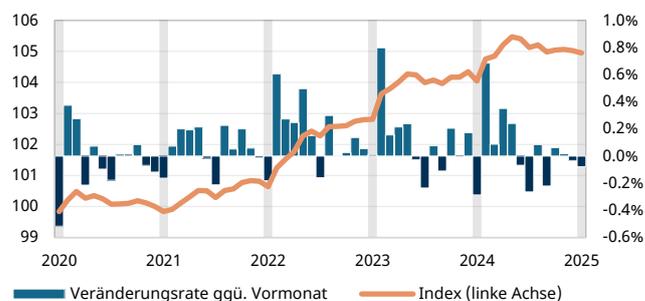
Wir erwarten im Februar einen weiteren deutlichen Rückgang der Inflation und halten eine Leitzinssenkung um 25 Bps für das wahrscheinlichste Szenario. Eine Entscheidung der SNB, vorerst eine Pause einzulegen, wäre jedoch ebenfalls nicht überraschend.

Abbildung 1: Der Landesindex der Konsumentenpreise (LIK)



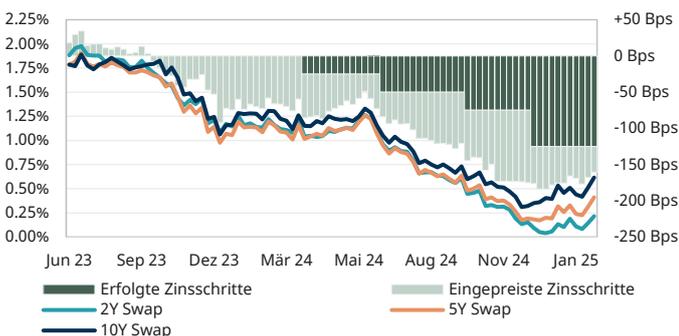
**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt die Entwicklung des Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) sowie die Beiträge der Kerninflationsrate und der volatilen Komponenten zur Veränderung gegenüber dem Vorjahr.  
**Quelle:** Daten von BFS

Abbildung 2: Kerninflationsrate



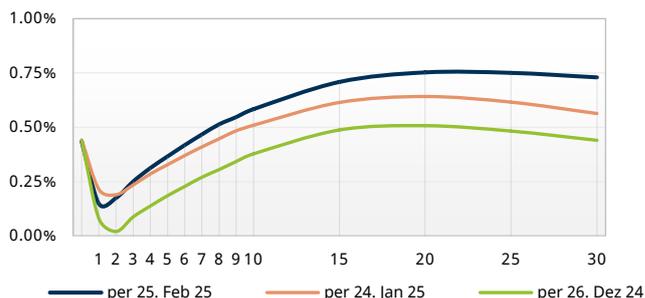
**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt die Kerninflationsrate, indiziert auf 100 im Januar 2020, sowie die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vormonat. Die jeweiligen Vorjahresmonate sind grau markiert.  
**Quelle:** Daten von BFS

Abbildung 3: Langfristige Swap-Zinssätze 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

Abbildung 4: 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

## Ausland

Wie von uns erwartet, nimmt die Fed eine abwartende Haltung ein und setzt weitere Zinssenkungen angesichts anhaltender Inflationssorgen vorerst aus. Die EZB hingegen senkte in ihrer Januarsitzung den Einlagesatz um 25 Bps auf 2.75%. Während in den USA die Verankerung der langfristigen Inflationserwartungen unter der Wirtschaftspolitik der neuen Trump-Administration zur Herausforderung werden könnte, dürfte auch innerhalb der EZB zunehmend über eine Pause in der geldpolitischen Lockerung diskutiert werden.

Für eine wirksame Geldpolitik ist es entscheidend, dass die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer stabil auf dem gewünschten Niveau verankert sind. Weichen sie davon ab, leidet die Glaubwürdigkeit der Notenbank, was Zweifel an ihrer Fähigkeit wecken könnte, die Inflation mittel- und langfristig zu kontrollieren. Dies könnte im Extremfall restriktivere Massnahmen erfordern. Zudem bergen steigende Inflationserwartungen das Risiko einer selbsterfüllenden Prophezeiung, die den Preisdruck weiter erhöht, wenn Unternehmen ihre Preise präventiv anpassen und Konsumenten ihre Ausgaben beschleunigen, um künftige Kaufkraftverluste zu vermeiden.

Gewisse Indikatoren deuten darauf hin, dass die Wirtschaftspolitik der Trump-Administration, insbesondere Steuersenkungen und Zölle, bereits zu einem Anstieg der Inflationserwartungen geführt hat. Die von der University of Michigan erhobenen Inflationserwartungen für ein und fünf Jahre zeigen einen deutlichen Anstieg (Abbildung 5). Marktimplizite Inflationserwartungen sind hingegen nur leicht gestiegen, verbleiben aber auf einem hohen Niveau (Abbildung 6), was auf eine angespannte, aber nicht ausser Kontrolle geratene geldpolitische Lage hindeutet. Die Fed kann und sollte

daher mit weiteren Lockerungen zuwarten, zumal der Arbeitsmarkt weiterhin solide bleibt.

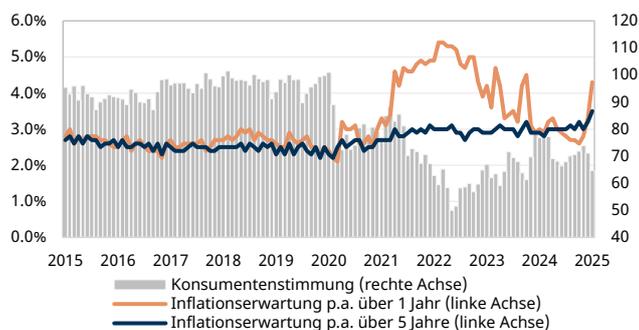
Ein Lohnindikator der EZB, der die ausgehandelten Löhne erfasst, verzeichnete im vierten Quartal des vergangenen Jahres einen geringeren Anstieg im Vergleich zum Vorquartal (Abbildung 7). Der Disinflationprozess im Euroraum setzt sich damit fort – wenn auch langsam – und dürfte der EZB ermöglichen, die Finanzierungskosten in der kommenden Woche weiter um 25 Bps zu senken, was am Zinsmarkt bereits vollständig eingepreist ist (Abbildung 8).

Dennoch bleiben die Lohnsteigerungen hoch genug, um starke Argumente dafür zu liefern, dass weitere geldpolitische Lockerungen nicht selbstverständlich sind. Damit rückt zunehmend die Diskussion über den Zeitpunkt einer möglichen Zinspause in den Fokus. Derzeit werden bis Ende des Jahres Leitzinssenkungen von rund 80 Bps eingepreist.

## Unsere Erwartung

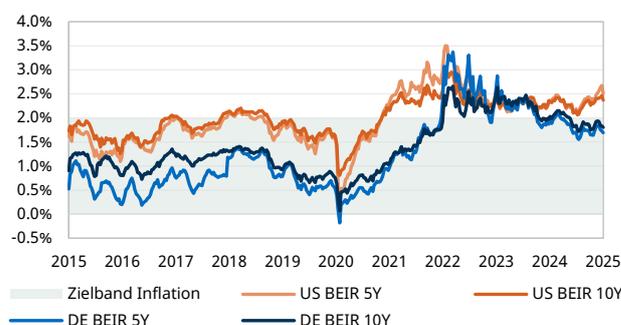
Wir erwarten, dass die EZB in ihrer Sitzung nächste Woche den Leitzins um 25 Bps senken wird und anschliessend eine weitere Zinssenkung folgt, bevor sie angesichts erhöhter Inflationsrisiken eine Pause einlegt. Sollten die Indikatoren für das Lohnwachstum in den kommenden Monaten den Disinflationprozess nicht beeinträchtigen, halten wir einen weiteren Zinsschritt für möglich. Für die Fed gehen wir weiterhin von einer Zinspause bis zum Sommer aus.

Abbildung 5: Inflationserwartung basierend auf Umfragewerte



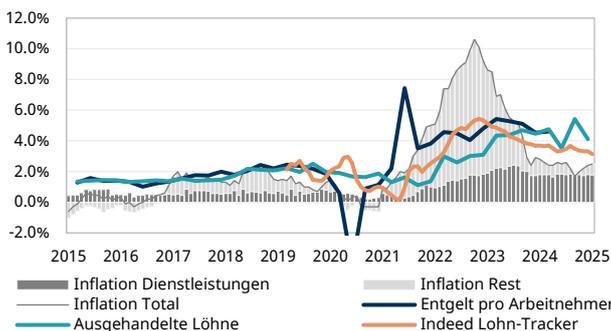
**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt die Ergebnisse der monatlichen Umfragen der University of Michigan zu den Inflationserwartungen und der Konsumentenstimmung.  
**Quelle:** Daten von University of Michigan, Refinitiv Eikon

Abbildung 6: Marktimplizierte Inflationserwartungen



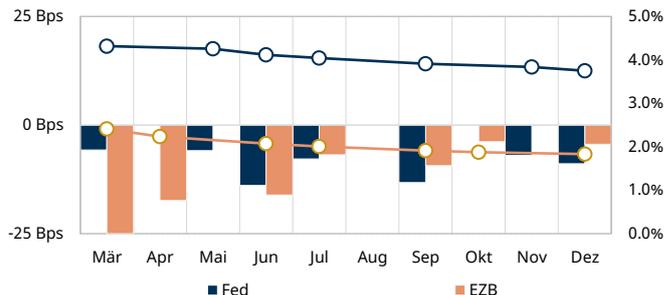
**Bemerkung:** Die Abbildung beinhaltet die historische Entwicklung der Breakeven-Inflationsrate (BEIR) für USA und Deutschland. Die BEIR wird als die Renditedifferenz von Staatsanleihen und inflationsindexierten Anleihen (ILB) mit gleichen Laufzeiten definiert. Die BEIR kann als marktimplizierte Inflationserwartung interpretiert werden.

Abbildung 7: Lohnwachstumsraten vs. Inflation



**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

Abbildung 8: 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

## 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. Februar 2025

**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.