

Schweiz

Während geopolitische Spannungen und Turbulenzen an den Finanzmärkten weltweit die Aufmerksamkeit auf sich zogen, vollzog sich in der Schweiz ein weniger beachteter, aber bedeutender Kurswechsel: Erstmals seit drei Jahren rutschte die Swap-Kurve wieder ins Minus – und der abrupte Anstieg des Frankens befeuerte Spekulationen über einen ausserordentlichen Zinsschritt der SNB. Bis zur Sitzung im Juni dürfte die Notenbank jedoch stillhalten. Abgesehen von verbalen Interventionen, die Negativzinsen signalisieren, bleibt eine weitere Leitzinssenkung auf 0.00% der naheliegendste Schritt.

Der Anstieg der Schweizer Zinsen im März war nur von kurzer Dauer. Die gesamte Zinskurve liegt nun tiefer als in den Vormonaten, im Segment von sechs Monaten bis zwei Jahren sogar bis zu zehn Bps im Negativbereich (Abbildung 1). Trübere globale Konjunkturaussichten und der rasch erstarkte Franken belebten die Erwartungen auf weitere Zinssenkungen durch die SNB. Der Markt preist derzeit nicht nur eine hohe Wahrscheinlichkeit für eine Senkung um 50 Bps im Juni ein – auch eine unangekündigte Intervention war bis vor kurzem Teil des Marktszenarios. Diese Spekulationen spiegelten sich insbesondere in den kurzfristigen Swap-Sätzen wider, die vor der Juni-Sitzung auslaufen und zuletzt klar unter dem aktuellen SARON notierten (Abbildung 2).

Inzwischen hat sich die Lage gegenüber der Vorwoche spürbar beruhigt. Der Markt scheint erkannt zu haben, dass die SNB derzeit keine Notwendigkeit für eine sofortige Intervention sieht. Ihr Fokus liegt klar auf dem Eurokurs, der für die Schweizer Exportwirtschaft deutlich relevanter ist als der US-Dollar. Da der Franken gegenüber dem Euro bislang keine neuen Höchststände erreicht hat – und der Euro im aktuellen Umfeld ebenfalls an

Stärke gewonnen hat – besteht aus Sicht der SNB kein akuter Handlungsbedarf. Eine Zinssenkung in Kombination mit Deviseninterventionen, auch mit Fokus gegen den Dollar, wäre zudem nicht nur teuer, sondern auch politisch heikel: Die USA würden ein solches Vorgehen als gezielte Währungsmanipulation einstufen.

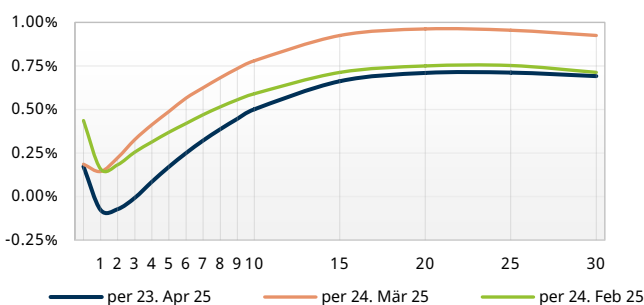
Die effizienteste Strategie für die SNB besteht daher aktuell im Abwarten – um bei Bedarf an der Juni-Sitzung ihren geldpolitischen Kurs mit einer weiteren Leitzinssenkung fortzusetzen. Zwar konnte die Zinsdifferenz zu anderen Währungen die Aufwertung des Frankens bislang kaum bremsen (Abbildung 3), doch für systematische Deviseninterventionen ist es derzeit dennoch nicht der richtige Zeitpunkt – nicht zuletzt, weil das Zinssenkungspotenzial zunächst ausgeschöpft werden sollte.

Zudem dürfte die SNB auch mittelfristig von einem flacheren Inflationpfad ausgehen: Trübe Konjunkturaussichten, gesunkene Energiepreise und der stärkere Franken sprechen dafür, dass die aktuelle Teuerung von 0.34% (Abbildung 4) weiter in Richtung 0.00% sinkt – mit zunehmendem Risiko negativer Inflationsraten. Entsprechend deuten die wichtigsten Indikatoren darauf hin, dass die SNB im Juni den Leitzins um mindestens 25 Bps senken wird. Neben einem weiteren überraschenden Zinsschritt um 50 Bps bleibt ihr die Möglichkeit, verbal stärkere Signale zu senden – etwa durch die erneute explizite Androhung von Negativzinsen.

Unsere Erwartung

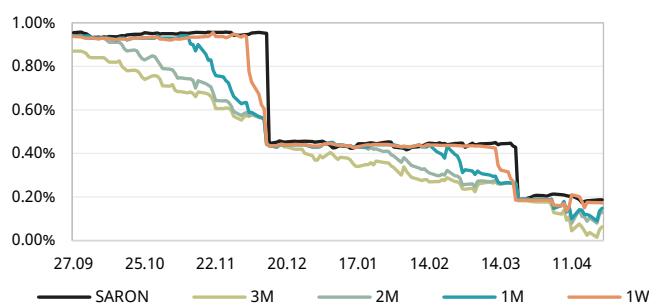
Wir erwarten, dass die SNB im Juni den Leitzins von 0.25% auf 0.00% senken und stärker auf eine verbale Intervention setzen wird.

Abbildung 1: Swap-Kurven vs. SARON



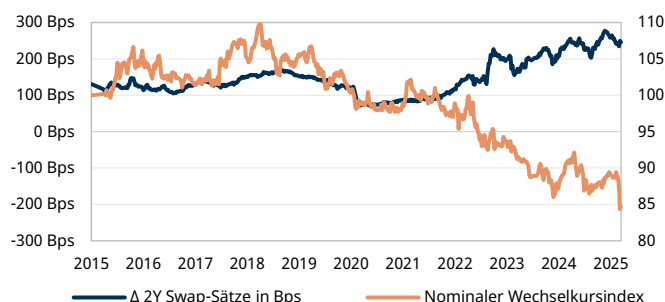
Bemerkung: Die Swap-Kurven dienen als grafische Darstellung der zugrundeliegenden Zinsstruktur am Schweizer Swap-Markt. Die jeweiligen Swap-Sätze per Stichtag zu den unterschiedlichen Laufzeiten (in Jahren) bilden gemeinsam die Swap-Kurve.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon

Abbildung 2: Entwicklung unterjährige Swap-Sätze



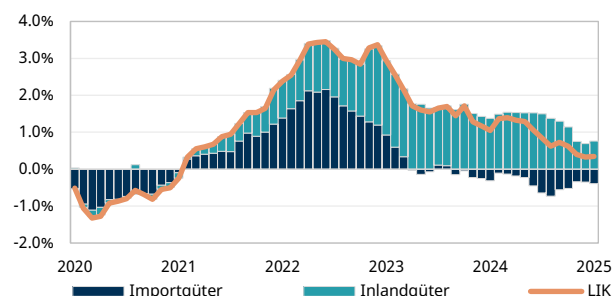
Bemerkung: Die Abbildung zeigt die historische Entwicklung des SARON und der unterjährigen Swap-Sätze.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon

Abbildung 3: CHF Nominalwechsellkurs vs. Zinsdifferenz



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

Abbildung 4: Der Landesindex der Konsumentenpreise (LIK)



Bemerkung: Die Abbildung zeigt die Beiträge zur Vorjahresveränderung der Konsumentenpreise in der Schweiz unterteilt nach Herkunft der Güter.
Quelle: Daten von Bundesamt für Statistik

Ausland

Trump, der seine zweite Amtszeit mit dem Anspruch antrat, die globale Wirtschaftsordnung neu zu ordnen, ruderte zuletzt in zwei Punkten zurück: beim China-Handel und gegenüber Powell. Ob das kalkuliert war, ist offen – klar ist: Neben Rezessions Sorgen und schwankenden Aktienmärkten geriet auch der Treasury-Markt ins Wanken. Für Trump, der die langfristigen Zinsen zum Kernziel seiner Wirtschaftspolitik gemacht hat, zeigt sich genau hier die Schwachstelle: Die Zinsen bleiben hoch, und selbst die Rolle der Treasuries als risikofreier Asset wird zunehmend hinterfragt – erste Ökonomen sprechen bereits von einer schleichenden Entdollarisierung.

Diese Einschätzung stützt sich vor allem auf beobachtbare Kapitalrotationen weg von US-Anleihen, hin zu Alternativen wie deutschen Bundesanleihen, die klar von den Turbulenzen profitiert haben (Abbildung 5). Während US-Anleihen unter Abgabedruck standen und der Dollar an Wert verlor, legten deutsche Anleihen und der Euro zu. Ob diese Bewegungen lediglich taktisch motiviert waren oder bereits den Beginn eines Regimewechsels markieren, bleibt offen.

In den USA mehren sich die stagflationären Signale, während sich in Europa sowohl die Inflations- als auch die Wachstumsaussichten verbessert haben – nicht zuletzt durch die fiskalpolitische Wende. Deutsche Anleihen wirken damit aktuell attraktiver als ihre US-Pendants. Auffällig bleibt jedoch, dass die Warnsignale aus den USA bislang vor allem aus Softdaten stammen. Der Arbeitsmarkt zeigt sich robust, und die inflationären Effekte der neuen Zölle sind in den offiziellen Zahlen noch nicht angekommen. Gleichzeitig dürfte die geplante expansive Fiskalpolitik in vielen europäischen Ländern zu wachsenden Haushaltslöchern führen – reinflationäre

Effekte sind also auch hier nicht auszuschließen. Die aktuellen Kapitalflüsse erscheinen daher eher als taktische Bewegung denn als strukturelle Abkehr von US-Anleihen. Dafür spricht auch die anhaltend stabile Nachfrage nach neu emittierten US-Treasuries – sowohl von inländischen als auch von ausländischen Investoren (Abbildungen 6 und 7).

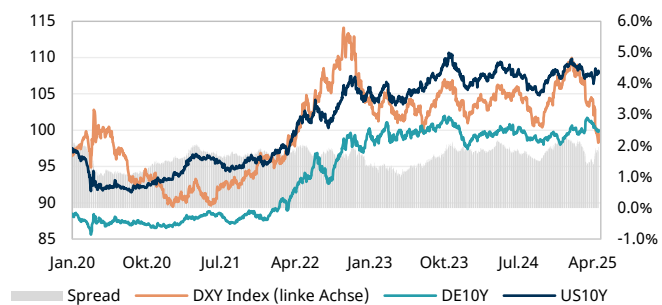
Nichtsdestotrotz dürften die US-Anleiherenditen angesichts hoher Schulden, wachsender Haushaltsdefizite und anhaltender Inflation erhöht bleiben – und selbst mögliche Zinssenkungen der Fed dürften daran wenig ändern, wie sich im vergangenen Jahr deutlich gezeigt hat. Solange der Arbeitsmarkt stabil bleibt, wird sich die Fed auf ihr Preisstabilitätsmandat konzentrieren und abwarten. Am Zinsmarkt wird entsprechend auch für die kommende Sitzung im Mai nur eine geringe Wahrscheinlichkeit für eine Zinssenkung eingepreist (Abbildung 8).

Die EZB hat den Leitzins zum siebten Mal in Folge gesenkt – aktuell auf 2.25%. Die verbesserten Inflationsaussichten sowie der eingetrübte wirtschaftliche Ausblick sprechen für eine weitere Senkung um 25 Bps im Juni. Auch die Tonlage der letzten Sitzung deutet klar darauf hin, dass die Stimung unter den Entscheidungsträgern zunehmend locker bzw. expansiv ausgerichtet ist.

Unsere Erwartung

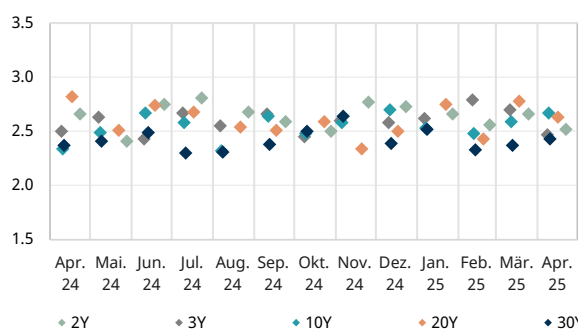
Wir erwarten, dass die Fed den Leitzins im Mai unverändert lässt. Die April-Inflationsdaten, die erste Zolleffekte abbilden dürften, werden für eine mögliche Senkung im Juni entscheidend sein. Bei der EZB rechnen wir im Juni mit einer klaren Zinssenkung – weitere konjunkturbedingt motivierte Schritte dürften folgen.

Abbildung 5: US- und deutsche 10Y-Staatsanleihenrenditen im Vergleich zum USD-Index (DXY)



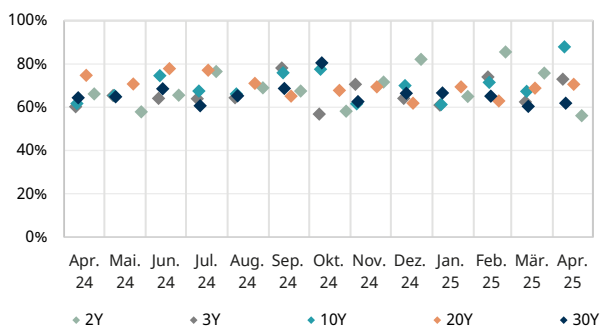
Bemerkung: Der DXY Index misst den Wert des US-Dollars gegenüber einem handelsgewichteten Währungskorb aus Währungen.
Quelle: Daten von Bloomberg

Abbildung 6: Auktionsergebnisse für US-Staatsanleihen: Bid-to-Cover-Ratios, nach Laufzeit



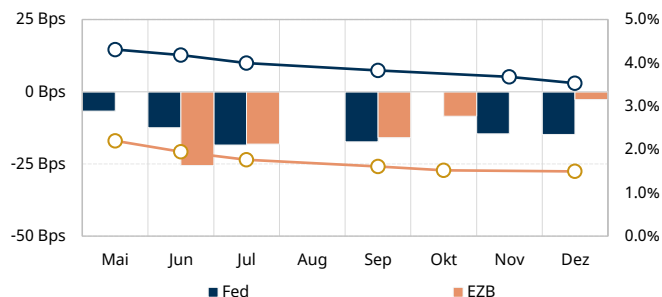
Bemerkung: Die Bid-to-Cover-Ratio misst die Nachfrage nach US-Staatsanleihen in Auktionen und gibt das Verhältnis zwischen eingereichten und zugeteilten Geboten an. Eine höhere Ratio signalisiert stärkere Bieteraktivität.
Quelle: Daten von Bloomberg

Abbildung 6: Auktionsergebnisse für US-Staatsanleihen: Anteil indirekter Bieter an zugeteiltem Volumen, nach Laufzeit



Bemerkung: Der Anteil indirekter Bieter gilt als Näherungswert für die Beteiligung ausländischer Investoren an US-Treasury-Auktionen. Indirekte Gebote erfolgen typischerweise über Primary Dealer und umfassen unter anderem Zentralbanken und internationale institutionelle Investoren.
Quelle: Bloomberg

Abbildung 8: 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: 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

Stand: 23. April 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.