

## Schweiz

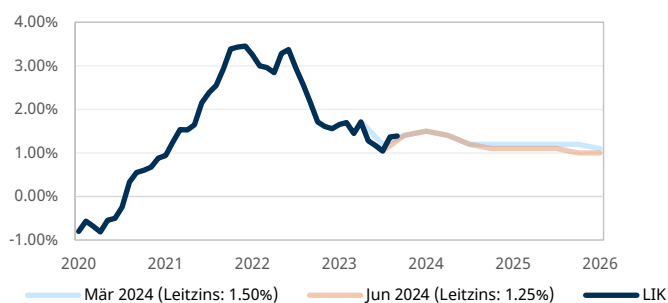
Die SNB sorgte erneut für Spannung und überraschte manche mit ihrer Entscheidung, den Leitzins um 0.25% auf 1.25% zu senken, wie die Reaktionen am Devisenmarkt zeigen. Angesichts der anhaltend positiven Inflationsentwicklung sahen wir den Spielraum für eine weitere Lockerung der Geldpolitik als gegeben. Nun gilt es, den Entscheid richtig einzuordnen.

Die SNB hat ihre Inflationsprognose an das neue Leitzinsniveau von 1.25% angepasst (Abbildung 1). Diesmal wurde die Prognose nicht nach unten revidiert, sondern der prognostizierte Teuerungspfad verläuft praktisch identisch mit dem der letzten Prognose. Dies ist so zu verstehen, dass aufgrund einer schwächeren Inflationsdynamik der gleiche Inflationspfad nun mit einer lockeren Geldpolitik erreicht werden kann, zumal die Prognose ohne die jüngste Zinssenkung niedriger ausfallen würde.

Aus der Lagebeurteilung lässt sich somit folgendes herauslesen: Die SNB bewertet die konjunkturellen Vorteile einer Lockerung der Geldpolitik derzeit höher als die Vorteile einer stärkeren Disinflation. Das bedeutet, dass noch Spielraum für weitere Zinssenkungen besteht, sofern der Inflationsdruck stärker nachlässt als von der SNB prognostiziert.

Die aktuelle Inflation ist auf die Inlandsinflation, insbesondere die gestiegenen Dienstleistungspreise, zurückzuführen. Diese reagieren besonders empfindlich auf Lohnentwicklungen. Angesichts der positiven Reallohnentwicklung, der hohen Beschäftigung und der Lockerung der Geldpolitik bleibt fraglich, wie wahrscheinlich eine signifikante Abkühlung der Inlandsinflation in den nächsten Monaten ist. Die positiven konjunkturellen Impulse auf der Nachfrageseite könnten die Teuerung kurzfristig sogar wieder ankurbeln, wodurch der prognostizierte Anstieg der Inflation in den kommenden Quartalen eintreten könnte.

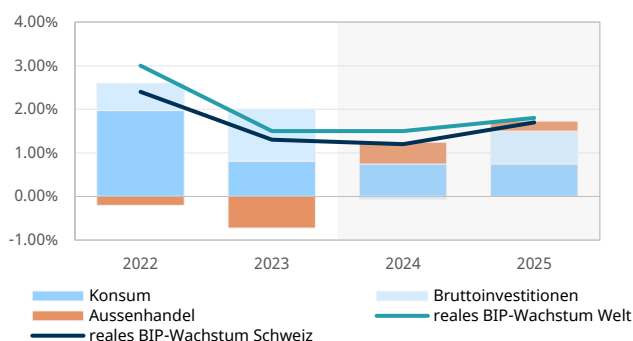
Abbildung 1: Neue Inflationsprognose der SNB



**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, 20.06.2024

Abbildung 3: Wirtschaftswachstum



**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt die historische Entwicklung und Prognose des realen BIP-Wachstums in der Schweiz sowie die Beiträge der Konsumnachfrage, des Aussenhandels und der Bruttoinvestitionen. Zusätzlich sind die prognostizierten Wachstumsraten der globalen Wirtschaft abgebildet.

**Quelle:** Daten von SECO, BFS, 20.06.2024

Auf der anderen Seite stellt sich die Frage, wie akkurat die SNB die Situation einschätzt. Zu Beginn des makroökonomischen Wandels unterschätzte die SNB den Teuerungsdruck, während sie seit Beginn der disinflationären Phase dazu neigt, vorsichtiger zu agieren und diesen eher zu überschätzen (Abbildung 2).

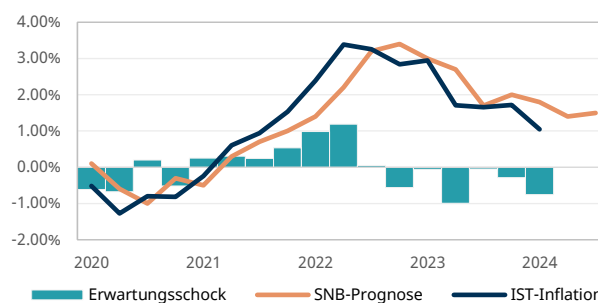
Unabhängig vom weiteren Verlauf der Geldpolitik sollten Akteure, die Investitionen aufgrund der konjunkturellen Lage und der Finanzierungsbedingungen aufschieben, sich allmählich mit dem neuen Umfeld anfreunden. Diejenigen, die weiterhin auf bessere Konditionen warten, könnten enttäuscht werden und attraktive Investitionsmöglichkeiten verpassen.

Die Konjunktur sollte sich im Verlauf des Jahres normalisieren und die Nachfrage stützen, auch wenn das Wachstum aufgrund der schwächeren globalen Entwicklung in den nächsten Jahren moderat ausfallen dürfte (Abbildung 3). Weitere geldpolitische Lockerungen dürften eher zu einer Normalisierung der Zinskurve führen, ohne das Zinsniveau signifikant nach unten zu verschieben und die Finanzierungsbedingungen weiter zu lockern. Die beiden Leitzinssenkungen hatten nämlich nur einen begrenzten Effekt auf die gesamte Zinskurve, da Senkungen in der mittleren und langen Frist eingepreist sind (Abbildung 4).

## Unsere Erwartung

Die Datengrundlage zur Inflation wird in den nächsten Monaten richtungsweisend sein. Eine tiefere Inflationsentwicklung, wie von der SNB erwartet, werden wir als starkes Indiz für eine weitere Senkung bewerten. Wir halten einen Leitzins von 1.00% bis Jahresende weiterhin für realistisch.

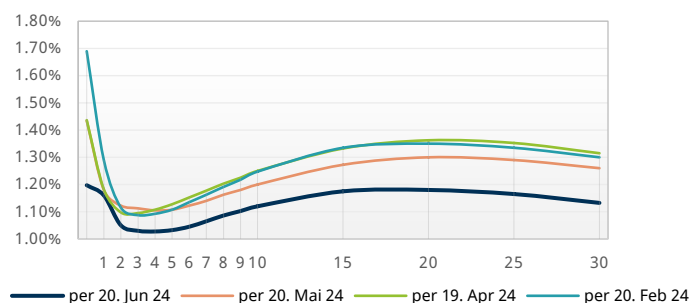
Abbildung 2: SNB-Inflationsprognosen vs. IST-Inflation



**Bemerkung:** Die SNB veröffentlicht mit jeder geldpolitischen Lagebeurteilung ihre bedingte Inflationsprognose, die auf verschiedenen Annahmen und bestimmten Inputparametern basiert. Diese Prognose hat jeweils nur bis zum nächsten Quartal Gültigkeit. Anhand der Abweichung zur tatsächlichen Inflation lässt sich beurteilen, wie präzise die Prognosen waren und ob sie zu zurückhaltend oder optimistisch angesetzt wurden.

**Quelle:** Daten von Bundesamt für Statistik, SNB, 20.06.2024

Abbildung 4: Zinsswap-Kurve



**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, 20.06.2024

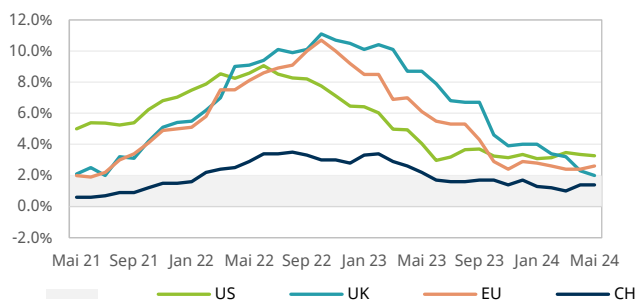
## Ausland

Die EZB senkte vor der Fed und vor der Bank of England (BoE) ihren Leitzins und begann somit mit der geldpolitischen Lockerung. Die nächste Senkung dürfte aber nicht so schnell folgen. Die BoE wird voraussichtlich im August dem Beispiel der EZB folgen, während von der Fed eine Lockerung frühestens im September erwartet werden darf.

Aktuell stagniert die Inflation in vielen Wirtschaftsräumen, und der Prozess der Disinflation zeigt sich zunehmend als langwierig (Abbildung 5). Währenddessen ist die Inflationsrate im Vereinigten Königreich erstmals auf 2.0% gefallen, was genau dem oberen Ziel der BoE entspricht. Trotz des Rückgangs der Gesamtinflation erfordern der anhaltende Druck durch steigende Reallöhne und die hohe Inflation im Dienstleistungssektor eine vorsichtige geldpolitische Steuerung durch die BoE, die sich bisher gegen eine Zinssenkung entschieden hat. Es wird nun erwartet, dass die BoE sich bei ihrer Sitzung im August in der Lage sehen wird, die Zinsschraube zu lockern. Der Leitzins der BoE, der mehr als 3.00% über der Inflationsrate vom Mai liegt, stellt im Vergleich zu anderen Zentralbanken einen hohen realen Leitzins dar.

Die hohen Lohnwachstumsraten erschweren es der EZB, rasch weitere Zinssenkungen vorzunehmen. Die Inflation, die nach der Pandemie anfangs hauptsächlich durch Unternehmensgewinne getrieben wurde, wird nun zunehmend durch steigende Lohnkosten verursacht (Abbildung 6). Diese Entwicklung wird voraussichtlich auch in den kommenden Jahren der Haupttreiber der Inflation bleiben. Diese Art von Inflation gilt als äußerst hartnäckig und solange kein wirtschaftlicher Einbruch erfolgt und der Arbeitsmarkt stabil bleibt, wird der Spielraum für weitere Zinssenkungen begrenzt sein.

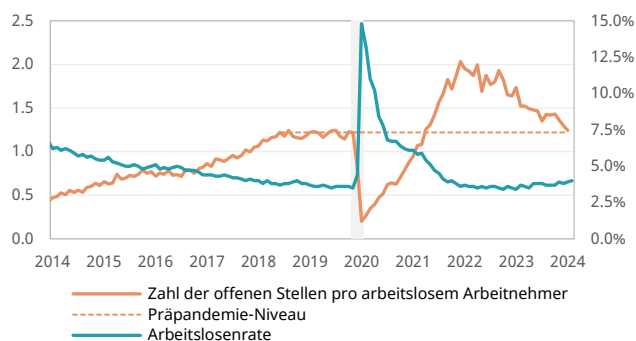
Abbildung 5: Konsumentenpreisindizes



**Bemerkung:** Die Abbildung beinhaltet die historische Entwicklung der repräsentativsten Konsumentenpreisindizes der jeweiligen Länder / Regionen. Aktuell definieren alle abgebildeten Nationalbanken ihr Inflationsziel bei 2.00%.

**Quelle:** Daten von Refinitiv Eikon, per 20.06.2024

Abbildung 7: Abkühlender US-Arbeitsmarkt



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

**Quelle:** Daten von Fred, per 20.06.2024

In den USA bleibt die Inflation hartnäckig und die Fortschritte in Richtung des Inflationsziels sind moderat. Solange weiterhin Inflationsrisiken bestehen und die Disinflation sich nicht weiter fortsetzt, ist eine anhaltende restriktive Geldpolitik angemessen.

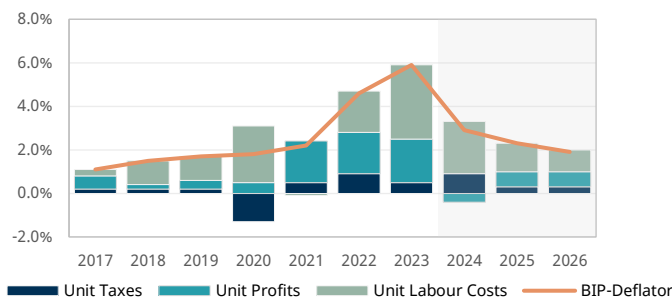
Die Fed hat jedoch wiederholt signalisiert, dass sie im Falle einer signifikanten Abschwächung des US-Arbeitsmarktes, unabhängig von der Inflationsdynamik, zu Zinssenkungen bereit ist. Der Arbeitsmarkt hat bereits deutlich abgekühlt und einige Indikatoren deuten darauf hin, dass das Niveau von vor der Pandemie wieder erreicht wurde (Abbildung 7). Trotz dieser Abkühlung gilt der Arbeitsmarkt als gesund und weist ein hohes Beschäftigungswachstum auf. Solange keine abrupte Verschlechterung der Lage am Arbeitsmarkt eintritt, wird die Fed sich nicht gezwungen sehen, die Zinsen frühzeitig zu senken.

Aus der FOMC-Sitzung geht hervor, dass die Medianprognose bis Jahresende einen Zinsschritt vorsieht. Der Zinsmarkt preist hingegen fast zwei Zinsschritte von je 25 Bps ein (Abbildung 8). Auch für die EZB werden etwa zwei Zinsschritte eingepreist.

## Unsere Erwartungen

Wir gehen davon aus, dass die EZB und die Fed frühestens im September eine Zinssenkung vornehmen werden, wobei wir eine Senkung seitens der EZB als wahrscheinlicher erachten.

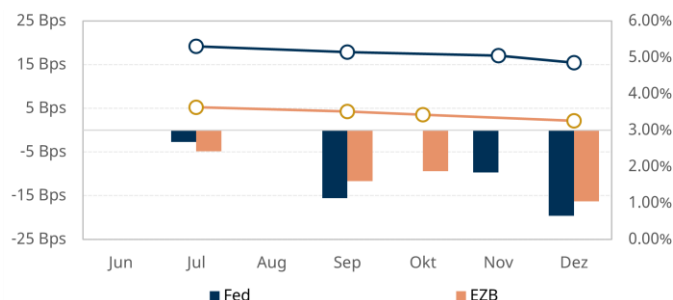
Abbildung 6: Unterteilung der Inflation im Euroraum



**Bemerkung:** Der BIP-Deflator ist eine Kennzahl zur Messung der Inflation in einem Wirtschaftsraum. Im Gegensatz zu den Konsumentenpreisindizes, die sich nur auf die Preise von Konsumgütern beziehen, misst der BIP-Deflator die Teuerung der gesamten Wirtschaft. Diese kann in die abgebildeten Komponenten (Unit Taxes, Unit Profits, Unit Labour Costs) zerlegt werden, um den Ursprung der Inflation besser verstehen zu können.

**Quelle:** Daten von ECB Data Portal, per 20.06.2024

Abbildung 8: Marktimplizierte Leitzinsentwicklungen



**Bemerkung:** Die Grafik bildet die marktimplizierte Entwicklung für die Leitzinssätze der Fed und der 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 20.06.2024

## KONTAKT



Burak Er, CFA  
Head Research

Avobis Group 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: 21. Juni 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 Group 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.