

## Schweiz

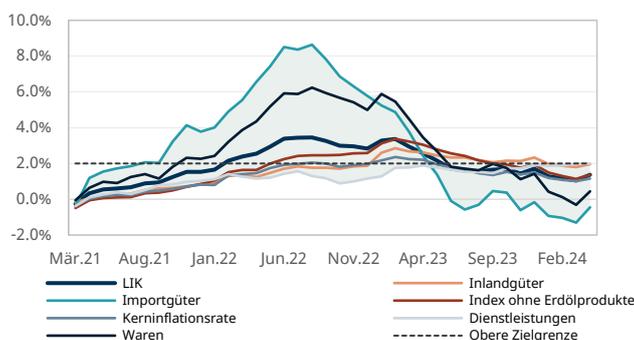
Die jüngsten Konsumentenpreisdaten aus den USA haben auch an den Schweizer Zinsmärkten für eine gewisse Beruhigung gesorgt. Trotz der höheren Inflationsdaten aus der Schweiz im April wird die SNB im Juni mit hoher Sicherheit eine zweite Leitzinssenkung vornehmen.

Der überraschende Anstieg der Teuerungsrate im April von 1.04% auf 1.37% spiegelt sich in nahezu allen Subindizes wider, die zwar im Jahresvergleich angestiegen sind, aber unter dem oberen Zielwert von 2.00% blieben (Abbildung 1). Ein weiterer, wenn auch moderater Anstieg der Inflation wurde von der SNB schon länger erwartet und scheint sich nun zu bestätigen (Abbildung 2).

Es besteht jedoch kein Anlass zur Besorgnis: Die Inlandsinflation zeigt auf Monatsbasis keinen signifikanten Anstieg und die monatliche Teuerungsrate von 0.32% ist hauptsächlich auf die Importinflation zurückzuführen. Diese hat sich infolge der Abschwächung des Schweizer Frankens seit Jahresbeginn erhöht. Zudem deuten andere Indikatoren wie die Entwicklung der Produzentenpreise auf keine bevorstehende Teuerung hin, weshalb der Teuerungsanstieg nur von kurzer Dauer sein dürfte.

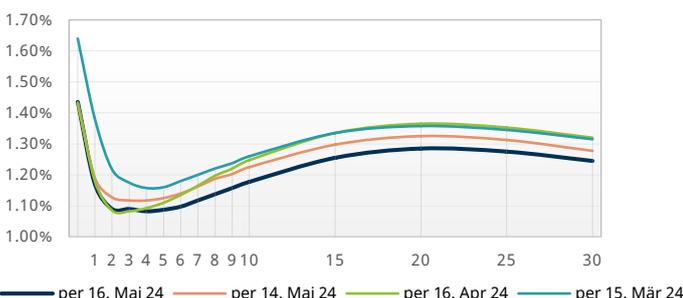
Der geldpolitische Senkungspfad der SNB ist unter anderem davon abhängig, in welchem Tempo und Ausmass die EZB und die Fed ihre Zinsen senken werden. Die US-Inflationsdaten vom Mittwoch sorgten daher nicht nur an den US-Aktienbörsen für Euphorie, sondern auch für ein leichtes Aufatmen an den Schweizer Zinsmärkten (Abbildung 3). Die Zinsswap-Sätze liegen wieder auf einem tieferen Niveau entlang der gesamten Kurve und implizieren einen beinahe vollen Zinsschritt für die Juni-Sitzung (Abbildung 4).

Abbildung 1: Der Landesindex der Konsumentenpreise (LIK)



**Bemerkung:** Beiträge zur Vorjahresveränderung der Konsumentenpreise in der Schweiz mit Aussonderung von Erdölprodukten.  
**Quelle:** Daten von BFS, per 16.05.2024

Abbildung 3: 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, 16.05.2024

Aktuell wird im Vergleich zum Vormonat eine geringere Wahrscheinlichkeit für eine dritte Leitzinssenkung bis Ende des Jahres eingepreist. Diese Einschätzung lässt sich wohl am besten durch den schwächeren Franken und die erwartete Hartnäckigkeit der Inflation begründen. Aus unserer Sicht wird eine dritte Senkung in diesem Jahr jedoch spätestens dann unausweichlich sein, sobald die EZB und schliesslich die Fed mit der Lockerung beginnen und dadurch der Franken trotz Devisenkäufen wieder real aufwertet.

## Unsere Erwartung

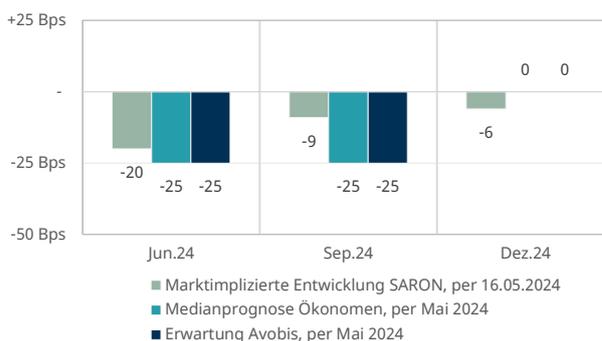
Wir erwarten weiterhin, dass die SNB den Leitzins im Juni erneut um 25 Bps senken wird. Bis Jahresende erachten wir einen Leitzins von 1.00% als realistisch.

Abbildung 2: SNB-Inflationsprognose vs. IST-Inflation



**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, 16.05.2024

Abbildung 4: 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:** Daten von Bloomberg, Refinitiv Eikon, Avobis, per 16.05.2024

## Ausland

Erwartete Zahlen sind erfreuliche Zahlen – so reagierten die US-Anleihen- und Aktienmärkte auf die neuesten Inflationsdaten, die endlich die viermonatige Phase beendeten, in der die Inflation stets höher als prognostiziert ausfiel. Zinssenkungen wurden dadurch nicht zwingend wahrscheinlicher, aber die Diskussionen über potenzielle Zinserhöhungen dürften an Bedeutung verlieren. Indessen bereitet sich die EZB auf eine mögliche Zinssenkung vor.

Die Inflationsentwicklung bleibt hartnäckig, ohne jedoch unerwartet zu beschleunigen. Der Haupttreiber der anhaltenden Teuerung sind die Wohnkosten (Abbildung 5), die etwa 40% zur aktuellen Inflation beitragen und sich nur langsam verändern. Diese steigenden Wohnkosten belasten die US-Haushalte zunehmend und sind auch politisch ein brisantes Thema, wobei eine unmittelbare Lösung nicht in Sicht ist. Dadurch bleibt die Teuerung durch die Wohnsituation vorerst beständig.

Besorgniserregend ist der Anstieg der Produzentenpreise im April, die darauf hindeuten, dass die Überwälzung auf die Konsumenten den Inflationstrend weiterhin nach oben treiben könnte. Etwas Entlastung könnte die anhaltende Abkühlung am Arbeitsmarkt bringen, die sich durch eine langsame Zunahme der Arbeitslosenquote, einen Rückgang der offenen Stellen und eine Abnahme der Lohnwachstumsraten auszeichnet. Allerdings wird es auch hier Zeit brauchen, bis sich die Situation ausreichend abgekühlt hat und das Vorkrisenniveau erreicht ist.

Die aktuelle Inflation verläuft in ähnlichen Bahnen wie in den 1970er Jahren (siehe Abbildung 6). Ökonomen erwarten jedoch, dass diese nahezu perfekte Korrelation bald nicht mehr gelten wird. Ob sie Recht behalten, wird die Zukunft zeigen. Es ist jedoch klar, dass die Zinsen und die Inflation

sich nur sehr langsam nach unten bewegen werden, solange kein erheblicher Wirtschaftseinbruch – Stichwort «Hard Landing» – eintritt. Hier nehmen jedoch die Warnzeichen immer weiter zu und es ist fraglich, inwiefern das robuste Wirtschaftswachstum in den USA bestehen kann.

Der konjunkturelle Aufschwung in der Europäischen Union bleibt weiterhin schwach und eine Lockerung der Geldpolitik ist unabdingbar. Die offiziellen Lohndaten, die nächste Woche veröffentlicht werden, sind entscheidend für den geldpolitischen Kurs, wobei inoffizielle Daten bereits auf einen positiven Trend hinweisen (Abbildung 7). Akteure der EZB haben jedoch deutlich signalisiert, dass selbst bei nicht überzeugenden Lohndaten der Juni der richtige Zeitpunkt ist, um mit den Zinssenkungen zu beginnen.

Entsprechend wird am Zinsmarkt für die EZB fast ein kompletter Zinsschritt eingepreist, während für die Fed die Möglichkeit eingeräumt wird, vor der Sommerpause mit einer Senkung zu überraschen (Abbildung 8). Eine substantielle Wahrscheinlichkeit für eine Zinssenkung wird jedoch erst für September eingepreist.

## Unsere Erwartungen

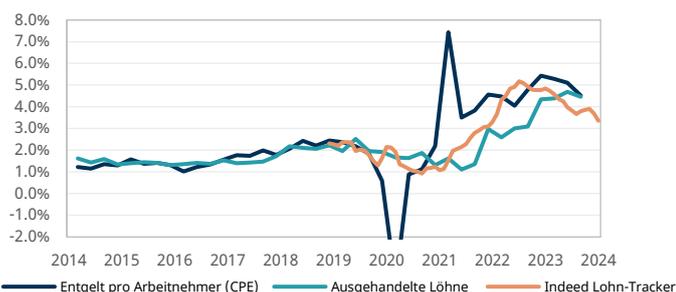
Wir gehen weiterhin davon aus, dass die EZB im Juni ihre erste Zinssenkung um 25 Bps einleiten wird. Für die Fed erwarten wir weiterhin, dass sie sehr wahrscheinlich bis zur Sommerpause von einer Zinssenkung absehen wird, bis sich die Inflationsrisiken verringern.

Abbildung 5: US-Konsumentenpreisindex - Wohnkosten



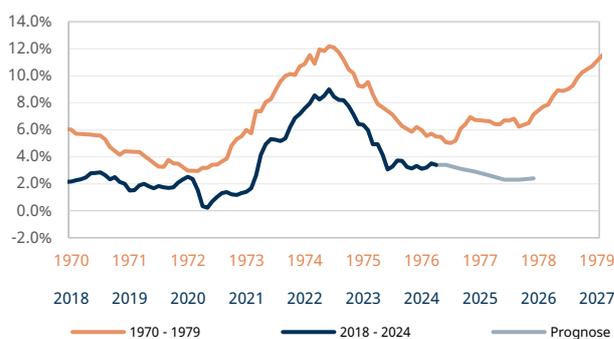
**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt die historische Entwicklung der jährlichen Veränderungsraten des Konsumentenpreisindexes sowohl inklusive als auch exklusive Wohnkosten sowie die Veränderungsraten des Wohnkostenindex selbst.  
**Quelle:** Daten von Fred, per 16.05.2024

Abbildung 7: Lohnentwicklung Euroraum



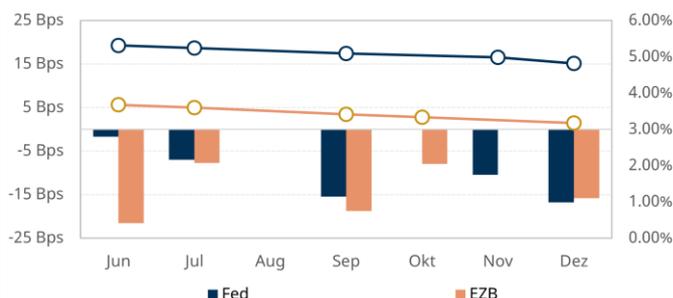
**Bemerkung:** Die Grafik zeigt die Entwicklung verschiedener Indikatoren zur Überwachung der Lohnentwicklung in dem Euroraum.  
**Quelle:** Daten von ECB Data Portal, GitHub, per 16.05.2024

Abbildung 6: Historischer Vergleich der aktuellen Inflationsentwicklung in den USA



**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt die aktuelle Inflationsentwicklung im Vergleich zum inflationären Umfeld in den 1970er Jahren in den USA. Die Prognose basiert auf Medianwerten aus den Bloomberg-Umfragen im Mai 2024.  
**Quelle:** Daten von Fred, Bloomberg, per 16.05.2024

Abbildung 8: Marktimplizierte Leitzinsentwicklungen Fed und 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:** Daten von Refinitiv Eikon, 16.05.2024

## 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: 16. Mai 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.