

## Executive Summary

Mit dem Rückgang der Inflation neigt sich auch die globale Straffungsphase dem Ende zu. Insgesamt nimmt die Wirtschaftsdynamik ab, was wiederum Rezessionsängste schürt und zu unterschiedlichen Spekulationen über mögliche Pfade von Zinssenkungen führt.

**USA:** In den USA führt die sich verschlechternde Verbraucherstimmung zu wachsenden Zweifeln an den wirtschaftlichen Perspektiven. Trotz der für dieses Jahr angekündigten Zinssenkungen verbleiben die langfristigen Zinsen auf hohem Niveau. Es existieren verschiedene Erklärungsansätze, doch sie alle implizieren negative wirtschaftliche Folgen.

**EU:** Im Euroraum stagniert die Wirtschaft bereits und wird voraussichtlich bis 2025 weiterhin stagnieren. Angesichts dieser Entwicklungen und insbesondere angesichts des Übergangs zu grüner Energie wäre eine weniger restriktive und eher akkommodierende Geldpolitik nötig, um die erforderlichen Investitionen tätigen zu können.

**Schweiz:** Obwohl die Schweizer Wirtschaft von der globalen Konjunkturabschwächung betroffen ist, wird weiterhin ein positives, wenn auch unterdurchschnittliches Wachstum erwartet. Unterstützt wird dies durch eine positive Konsumentenstimmung. Zudem deutet die gegenwärtige Zinskurve auf deutlich gelockerte Finanzierungsbedingungen hin.

**Outlook:** Das Jahr 2024 wird geprägt sein von Leitzinssenkungen. Die Frage, zu welchem Zeitpunkt und in welchem Tempo die Zentralbanken diese Anpassungen vornehmen werden, wird hauptsächlich von der wirtschaftlichen Entwicklung abhängig sein. Wir erwarten die erste Leitzinssenkung bereits im März.

## 2024 - Das Jahr der Leitzinssenkungen

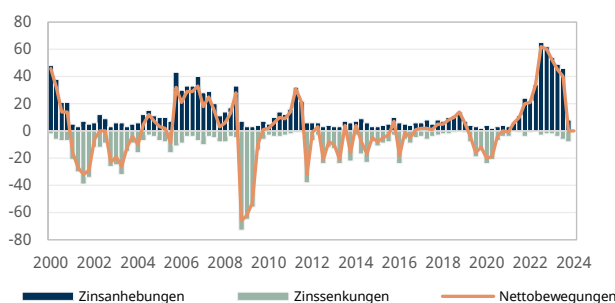
Jerome Powell, Vorsitzender der Fed, gab in der Sitzung vom Dezember 2023 ein klares Signal: «Eine weitere Anhebung der Zinsraten ist unwahrscheinlich», und deutete dabei mögliche Zinssenkungen für das Jahr 2024 an. Diese Stellungnahme korreliert mit einer weltweiten Entwicklung, die das Ende des intensivsten Zinsanhebungszyklus der letzten Jahrzehnte markiert (Abbildung 1).

In den letzten zwei Jahren hat die Inflation die Weltwirtschaft stark beeinflusst. Aktuell ist sie zwar auf einem vielversprechenden Rückgang, bleibt jedoch auf einem erhöhten Niveau (Abbildung 2). Ursächlich dafür sind die pandemiebedingten Lieferengpässe und der Anstieg der Energiepreise, welche durch geopolitische Spannungen und militärische Auseinandersetzungen zusätzlich verschärft wurden (Abbildung 3). In der zweiten Jahreshälfte 2023 hatten sich die fragilen Lieferketten ziemlich gut erholt, was den Inflationsdruck erheblich wegnimmt.

Seit dem 19. Oktober 2023 kapern Houthi-Milizen als Reaktion auf die umstrittenen militärischen Aktionen Israels in Gaza Handelsschiffe, die das Rote Meer überqueren. Dies führt zu einer neuen Herausforderung für die globalen Lieferketten. Trotz längerer Fahrzeiten und erhöhter Frachtpreise aufgrund längerer Routen bleibt der inflationäre Druck bisher aus. Es ist entscheidend, diese Entwicklungen weiterhin sorgfältig zu beobachten.

Die bewusst herbeigeführte Verlangsamung der Wirtschaftsdynamik verstärkt die Befürchtungen einer Rezession (Abbildung 4). Die Leitzinsen werden entsprechend den Auswirkungen der Geldpolitik auf die Wirtschaft angepasst. Daher ist eine genaue Beobachtung der wirtschaftlichen Lage essenziell. Es ist jedoch recht deutlich, dass das Jahr 2024 von Zinssenkungen geprägt sein wird.

Abbildung 1: Die globale geldpolitische Straffungsphase neigt sich dem Ende zu



**Bemerkung:** Die Grafik zeigt quartalsweise die Anzahl der Leitzinsänderungen – sowohl Erhöhungen als auch Senkungen – der Zentralbanken der OECD-Mitgliedsstaaten.  
**Quelle:** Daten von Bloomberg, per 17.01.2024

Abbildung 2: Anstieg der Inflation in allen Industrieländern



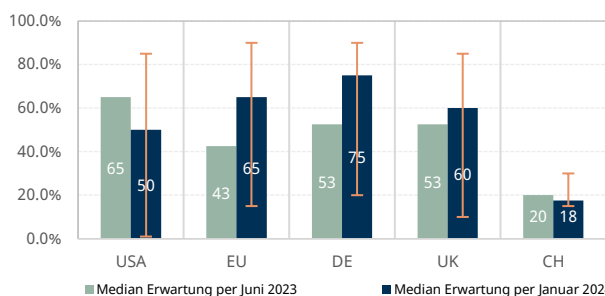
**Bemerkung:** Die Abbildung veranschaulicht die monatlichen Veränderungsrate des Konsumentenpreisindex (CPI) im Vergleich zum jeweiligen Vorjahresmonat für alle OECD-Länder. Die grauen Zeiträume kennzeichnen Perioden wirtschaftlicher Krisen.  
**Quelle:** Daten von Bloomberg, per 17.01.2024

Abbildung 3: Globale Lieferketten haben sich seit der Pandemie erholt



**Bemerkung:** Der GSCPI der Federal Reserve Bank of New York misst Störungen in den Lieferketten und die Transportkosten im See- und Luftfrachtbereich, basierend auf 27 verschiedenen monatlichen Indikatoren. Ein Indexwert von null repräsentiert den Durchschnittszustand, während positive Werte auf gestiegene Spannungen hinweisen und negative Werte eine reibungslose Lieferkette signalisieren. Ein GSCPI-Wert unter null wird als normaler Zustand betrachtet.  
**Quelle:** Daten von Federal Reserve Bank of New York, per 17.01.2024

Abbildung 4: Prognostizierte Rezessionsrisiken



**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt die prognostizierte Rezessionswahrscheinlichkeit in den jeweiligen Wirtschaftsräumen für die kommenden zwölf Monate, basierend auf den Medianwerten von Ökonomen-Prognosen. Die orange Spannweite umfasst das Spektrum zwischen dem niedrigsten und höchsten Wert der Erwartungen.  
**Quelle:** Daten von Bloomberg, Per 17.01.2024

## USA

Die Fed hat deutlich signalisiert, dass sie im laufenden Jahr mehrere Senkungen des Leitzinses vornehmen wird. Trotz dieser Ankündigung bleibt die Markterwartung hoher Zinsen bestehen. Selbst angesichts dieser eindeutigen Signale und einer wesentlichen Verlangsamung der Inflation sind die Renditen der 10-jährigen US-Staatsanleihen von einem Höchststand von 5% nur auf etwa 4% gefallen. Dies könnte sich zunehmend als problematisch für die Wirtschaft erweisen.

Der Grund für die höheren langfristigen Zinsen liegt nicht zwingend in einer Erwartung steigender struktureller Inflation. Anfänglich ging der Anstieg der Anleiherenditen mit einem Anstieg der erwarteten langfristigen Inflation einher (Abbildung 5). Obwohl die Inflationsrate nachgelassen hat und immer noch über dem Zielwert von 2% liegt, hat sich die langfristige Inflationserwartung seit der Inflationsspitze nur geringfügig verringert. Gemäss den Daten der Fed sind auch die kurz- und mittelfristigen Inflationserwartungen zurückgegangen, was darauf hindeutet, dass der Anstieg der Nominalrenditen eher einem realen Zinsanstieg zuzuschreiben ist.

Der reale Zinssatz wird hauptsächlich von der langfristigen wirtschaftlichen Entwicklung beeinflusst. Die US-Wirtschaft hat sich nach dem pandemiebedingten Einbruch insgesamt schnell erholt und dürfte für 2023 ein positives, wenn auch unterdurchschnittliches Wachstum verzeichnen. Haupttreiber für die Erholung und das positive Wachstum waren die privaten Konsumausgaben. Die starke Verbraucherstimmung ist jedoch nicht auf ein höheres verfügbares Einkommen, sondern auf den Abbau der während der Pandemie angesammelten Ersparnisse zurückzuführen (Abbildung 6). Wenn man den Prognosen zum Wirtschaftswachstum Glauben schenkt, erscheint es schwierig, bei unterdurchschnittlichen Wachstumsraten höhere reale Renditen zu rechtfertigen.

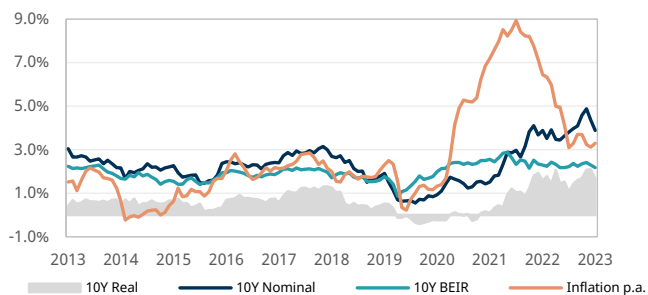
Ein bedeutender Faktor für den Anstieg der realen Renditen ist die abnehmende Kreditwürdigkeit des US-Staatshaushalts. Angesichts erwarteter Haushaltsverschlechterungen (Abbildung 7), steigender Staatsverschuldung und langfristiger Regierungsprobleme, die sich in wiederholten Verzögerungen bei der Festlegung des Schuldenlimits und Notlösungen in letzter Minute äussern, stufte Fitch Ratings im Sommer 2023 das Rating der USA von AAA auf AA herab. Diese erhöhten Risiken spiegeln sich auch in höheren Prämien für Kreditausfallversicherungen wider.

Ein weiterer Aspekt ist die Liquidität beziehungsweise das Risiko eines Überangebots an Staatsanleihen. Im Rahmen ihrer restriktiven Geldpolitik verkauft die Fed ihre Bestände, wodurch das Angebot steigt (Abbildung 8). Gleichzeitig schwächt sich das Investoreninteresse ab, während die US-Regierung das Angebot an Staatsschulden erhöht. Zwar ist die aktuelle Nachfrage stabil und wird durch inländische Investoren absorbiert, doch könnte ein Anstieg der Verschuldung das Angebot-Nachfrage-Gleichgewicht weiter stören. Dies würde zu höheren erwarteten Renditen führen und eine steilere Zinskurve zur Folge haben.

Letztlich wird die Refinanzierung bestehender Unternehmensschulden, welche die Phase steigender Zinsen aufgrund der generell längeren Laufzeiten ihrer bestehenden Fremdfinanzierungen bisher gut überstehen konnten, Herausforderungen und Insolvenzen mit sich bringen.

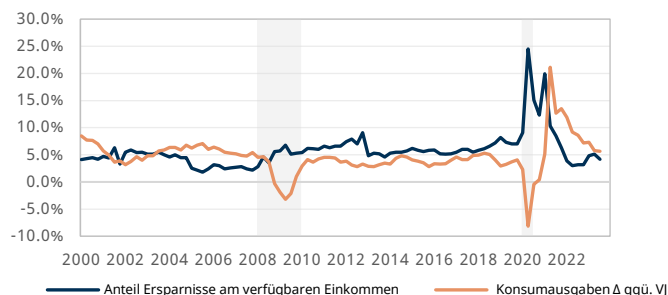
Ein früheres Eingreifen der Fed, um mittels einer Lockerung der Geldpolitik die Wirtschaft zu stützen, könnte zwar das Risiko eines erneuten Inflationsanstieges mit sich bringen, aber gleichzeitig das Risiko einer Rezession mindern. Dies könnte schlussendlich zu einer gewünschten weichen Landung führen.

Abbildung 5: Anhaltend hohe Anleiherenditen trotz allgemeiner Erwartung von Leitzinssenkungen



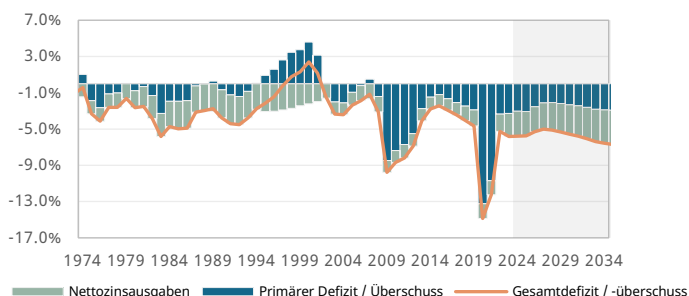
**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt die Entwicklung der nominalen und realen Renditen von 10-jährigen US-Anleihen sowie die Inflationsrate und die 10-jährige Break-Even-Inflationsrate (BEIR), die als Indikator für die vom Markt erwartete langfristige Inflation interpretiert werden kann.  
**Quelle:** Daten von FRED, per 17.01.2024

Abbildung 6: Der Abbau der Ersparnisse aus der Pandemiezeit stärkt die Konsumausgaben



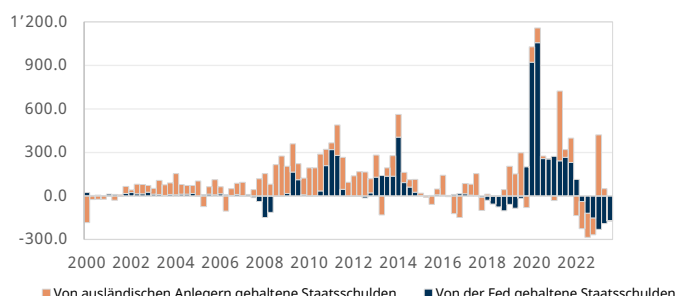
**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt die Sparquote, die als Anteil der Ersparnisse am verfügbaren Einkommen gemessen wird, und die Wachstumsrate der privaten Konsumausgaben gegenüber dem Vorjahresmonat. Die grauen Zeiträume kennzeichnen Perioden wirtschaftlicher Krisen.  
**Quelle:** Daten von FRED, per 17.01.2024

Abbildung 7: Staatshaushaltsdefizit und Nettozinsausgaben



**Bemerkung:** In dieser Abbildung werden sowohl die historische als auch die prognostizierte Entwicklung der Staatshaushaltsbilanz als Anteil des Bruttoinlandsprodukts dargestellt. Die Nettozinsausgaben werden dabei im Einzelnen dargestellt, um die Auswirkungen von höheren Zinsen und Staatsverschuldung zu verdeutlichen.  
**Quelle:** Daten von Congressional Budget Office, per 17.01.2024

Abbildung 8: Die Fed baut ihren Bestand an US-Staatsanleihen ab



**Bemerkung:** Diese Abbildung zeigt die Veränderung des Bestands an US-Staatsanleihen, die von ausländischen Anlegern und der Fed gehalten werden. Die Veränderungen sind in Milliarden US-Dollar ausgedrückt und beziehen sich auf das Vorquartal.  
**Quelle:** Daten von FRED, per 17.01.2024

## EU

Für 2023 und die folgenden Jahre wird im europäischen Wirtschaftsraum eine Phase schwacher wirtschaftlicher Dynamik erwartet. Sollte im vierten Quartal 2023 eine weitere negative wirtschaftliche Entwicklung eintreten, könnte dies den Beginn einer technischen Rezession markieren. Ein wesentlicher wirtschaftlicher Aufschwung wird frühestens ab 2025 prognostiziert. Bis dahin wird mit einer fortgesetzten Stagnation und nur marginalen Wachstumsraten gerechnet. In diesem Kontext sollte die EZB eine akkommodierende Geldpolitik anstreben.

Die gegenwärtige Wirtschaftsflaute im Euroraum ist vor allem auf hohe Lebenshaltungskosten, gedämpfte externe Nachfrage und eine straffere Geldpolitik zurückzuführen. Besonders betroffen sind einige nationale Volkswirtschaften wie Deutschland, das bereits für 2023 ein negatives Wachstum verzeichnet (Abbildung 9). Die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Industrie wird unter anderem durch steigende Energiekosten und den langsamen Übergang zu erneuerbaren Energien belastet.

Ein Schlüsselfaktor für die bisherige Stabilisierung der Wirtschaft ist die Widerstandsfähigkeit des Arbeitsmarktes, der sich trotz der wirtschaftlichen Abschwächung bisher robust gezeigt hat (siehe Abbildung 10). Eine niedrige Arbeitslosenrate und eine Steigerung der Beschäftigung tragen zu den insgesamt noch positiven Wirtschaftsaussichten bei. Dennoch zeigen sich erste Anzeichen einer Abkühlung des Arbeitsmarktes, die sich in einem Rückgang der offenen Stellen und einer noch nicht vollständig wiederhergestellten Arbeitsleistung pro Beschäftigten widerspiegelt.

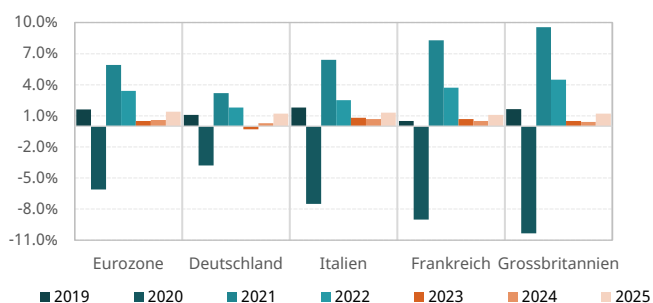
Die gedämpfte Wirtschaftsdynamik hat unter anderem zu einer verminderten Investitionsnachfrage geführt, was eine Abwertung der europäischen Währung zur Folge hatte (siehe Abbildung 11). Europäische festverzinsliche Anleihen waren trotz steigender Zinsen aufgrund der hohen Inflation

im Vergleich zu Alternativen, wie beispielsweise US-amerikanischen Anleihen, weniger attraktiv. Die Währung erlebt jedoch seit dem Höhepunkt der Inflation und dem überraschend schnellen Rückgang der Inflationsrate eine Phase der Erholung.

Im Rückblick erscheint die letzte Leitzinserhöhung der EZB möglicherweise als übermäßig. Dies liegt daran, dass sich die aktuellen Finanzierungsbedingungen als äusserst restriktiv erweisen. Sie sind charakterisiert durch hohe Referenzzinssätze über alle Laufzeiten (Abbildung 12). Diese Situation belastet die Unternehmen und wird vermehrt zu Refinanzierungsproblemen führen, ähnlich wie es auch bei amerikanischen Unternehmen der Fall ist.

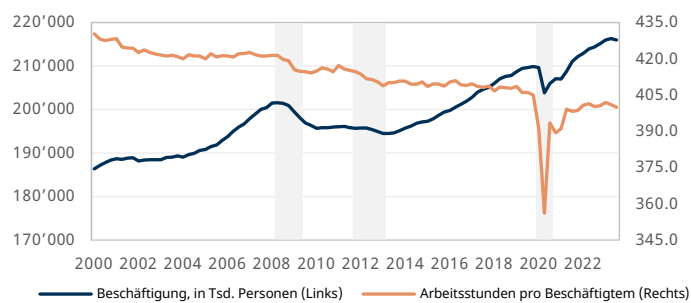
In einem solchen Umfeld mit hohen Zinsen ist es schwierig, weniger rentable Investitionen zu rechtfertigen, insbesondere solche, die für den Übergang zu grüner Energie notwendig sind. Die europäischen Mitgliedsstaaten verfolgen in dieser Hinsicht bereits eine expansive Fiskalpolitik, um die fehlenden Investitionen selbst bereitzustellen. Jedoch scheint angesichts der negativen Staatshaushalte, der hohen Verschuldung und der schwachen Wirtschaftsdynamik eine Grenze erreicht zu sein. Dies legt nahe, dass die EZB möglicherweise früher oder später zu einer Politik niedrigerer Zinsen übergehen muss.

Abbildung 9: Stagnierende Wirtschaftsaussichten in Europa



**Bemerkung:** Die Abbildung stellt die jährlichen Wachstumsraten der abgebildeten Wirtschaftsräume und die Medianwerte der Ökonomen-Prognosen für die Jahre 2023, 2024 und 2025 dar.  
**Quelle:** Daten von Bloomberg, per 17.01.2024

Abbildung 10: Robuster Arbeitsmarkt zeigt erste Anzeichen einer Abkühlung



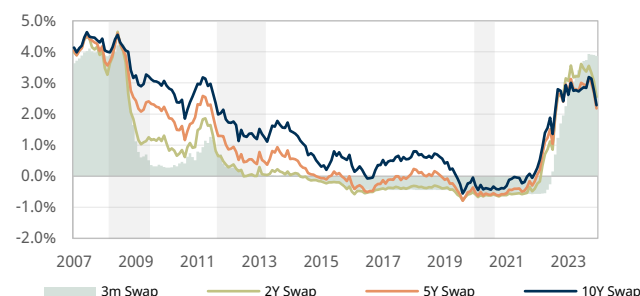
**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt die Anzahl der beschäftigten Personen im Euroraum sowie die durchschnittlichen Arbeitsstunden pro Beschäftigten. Diese durchschnittlichen Arbeitsstunden werden berechnet, indem die Gesamtzahl der geleisteten Arbeitsstunden durch die Gesamtzahl der Beschäftigten geteilt wird.  
**Quelle:** Daten von Eurostat, per 17.01.2024

Abbildung 11: Schwache Währungsperformance des Euros



**Bemerkung:** In der Abbildung werden der Real Effective Exchange Rate (REER) sowie der Bloomberg Euro Index präsentiert. Der REER, ein ökonomischer Begriff, bezeichnet den realen effektiven Wechselkurs einer Währung und dient der Beurteilung ihrer relativen Stärke oder Schwäche im Vergleich zu einem Korb anderer Währungen. Der Bloomberg Euro Index hingegen repräsentiert die gewichteten Devisenwechselkurse des Euros gegenüber den wichtigsten Währungen.  
**Quelle:** Daten von Bloomberg, per 17.01.2024

Abbildung 12: €STR-Swap-Sätze implizieren restriktive Finanzierungsbedingungen



**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt die historische Entwicklung der Swap-Sätze vs. €STR für verschiedene Laufzeiten. Die grauen Zeiträume kennzeichnen Perioden wirtschaftlicher Krisen.  
**Quelle:** Daten von Bloomberg, per 17.01.2024



## Schweiz

Die geldpolitische Ausrichtung der SNB, der importierten Inflation durch die Aufwertung des Schweizer Frankens entgegenzuwirken, erweist sich weiterhin als erfolgreich. Die Inflationsprognose der SNB lässt auf einen Verlauf innerhalb des angestrebten Bereichs schliessen. Diese positive Entwicklung wirft Fragen über die Aufrechterhaltung der restriktiven Geldpolitik auf, besonders im Hinblick auf eine bevorstehende wirtschaftliche Abschwächung und die bereits entspannten Bedingungen am Zinsmarkt.

Die moderaten Wirtschaftsentwicklungen in der Schweiz sind im Kontext der internationalen konjunkturellen Abschwächung zu sehen. Besonders die abnehmende Nachfrage aus dem Ausland, insbesondere aus Deutschland, welches 2023 eine negative Wirtschaftsentwicklung verzeichnete, könnte in den kommenden Jahren zu einer Herausforderung für den Schweizer Aussenhandel werden. Die globale Konjunkturlage wird für die Ausrichtung des Schweizer Aussenhandels entscheidend sein.

Das Wachstum dürfte in erster Linie von der Binnenkonjunktur, insbesondere durch den privaten Konsum, getragen werden (Abbildung 13). Obwohl der private Konsum aufgrund von Inflation und Kaufkraftverlust möglicherweise schwächer als in früheren Jahren ausfallen könnte, könnte er durch das insgesamt gestiegene verfügbare Einkommen, verstärkt durch die Zuwanderung einkommensstarker Arbeitskräfte, einen gewissen Auftrieb erfahren. Zudem tragen eine weiterhin niedrige Arbeitslosenquote und die für 2024 und 2025 erwarteten realen Lohnsteigerungen zu positiven Wachstumserwartungen bei (siehe Abbildung 14).

Der aktuelle globale Zinsanstieg vollzieht sich in vielen Volkswirtschaften schneller als jemals zuvor in der jüngeren Geschichte, wobei die Zinssätze ein Niveau erreicht haben, das seit der Jahrtausendwende nicht mehr beobachtet wurde. In der Schweiz ist dieser Anstieg jedoch moderater. Selbst

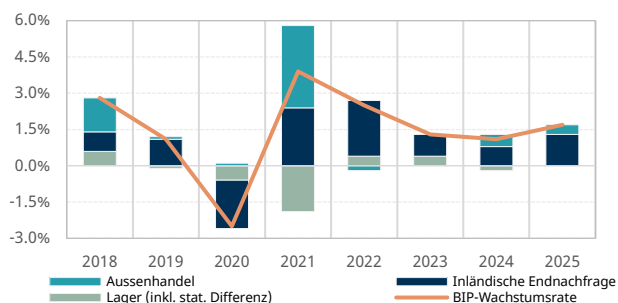
wenn man historische Phasen straffer Geldpolitik zum Vergleich heranzieht, erscheint der aktuelle Zinsanstieg in der Schweiz weniger intensiv und von kürzerer Dauer (Abbildung 15). Die umfangreichen Fremdwährungsreserven und der Spielraum für eine Aufwertung der Landeswährung haben vermutlich dazu beigetragen, dass der Zinsanstieg weniger aggressiv ausfiel und grössere wirtschaftliche Einbussen verhindert wurden.

Die finanziellen Restriktionen haben bereits spürbar nachgelassen, wie an den Referenzzinssätzen am Swap-Markt erkennbar ist (Abbildung 16). Einerseits liegen die mittel- und langfristigen Zinssätze deutlich unter ihren Höchstwerten, andererseits sind auch die Risikoprämien am Swap-Markt – also der Spread zu den Renditen von Bundesobligationen – rückläufig. Dies zeigt sich sowohl in einem verringerten Gegenparteirisiko am Swap-Markt als auch im Rückgang der Nachfrage nach Zinsabsicherungen. Dies deutet auf eine abnehmende Unsicherheit und klarere Erwartungen in Bezug auf die künftige Richtung der Geldpolitik hin.

Die derzeitige inverse Zinskurvenstruktur wird durch Swap-Sätze gekennzeichnet, die nahezu durchgängig mindestens 40 Bps unter dem SARON-Satz liegen. Diese indirekte Lockerung der Finanzierungsbedingungen mindert fast vollständig den restriktiven Effekt des aktuellen Leitzinses, der mit 1.75% möglicherweise zu hoch angesetzt ist. Aus dieser Argumentation ergibt sich die Vermutung, dass die SNB ihre erste Leitzinssenkung möglicherweise bereits in der nächsten Sitzung im März vornehmen könnte.

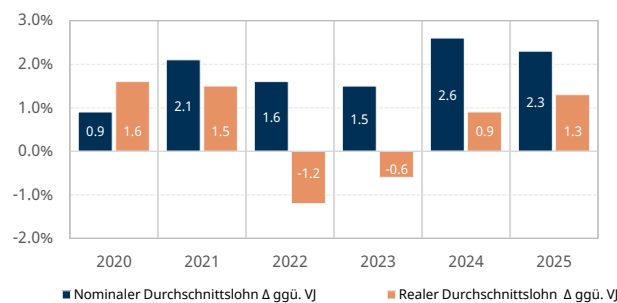
Die indirekte Lockerung der Finanzierungsbedingungen stellt eine positive Entwicklung für Unternehmen dar, die sich auf die Refinanzierung ihrer langfristigen Schulden vorbereiten. Ebenso dürften Bauinvestitionsprojekte von den verbesserten Finanzierungsbedingungen profitieren, was insgesamt einen positiven Impuls für die heimische Wirtschaft darstellt.

Abbildung 13: Positive jedoch unterdurchschnittliche Wirtschaftsaussichten



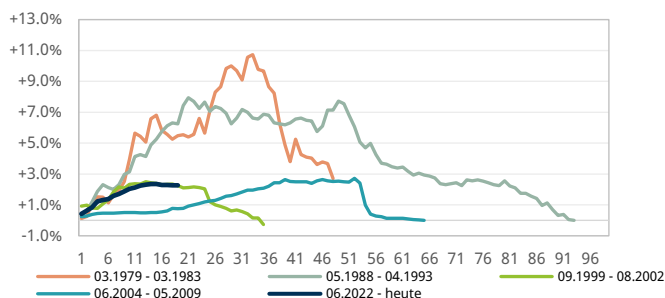
**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt die verwendungsseitigen Wachstumsbeiträge zum realen BIP. Die Prognosen für die Jahre 2023, 2024 und 2025 basieren auf die Konjunkturprognosen der SECO vom 13. Dezember 2023.  
**Quelle:** Daten von BFS, SECO, per 17.01.2024

Abbildung 14: Reales Lohnwachstum zu erwarten in den nächsten beiden Jahren



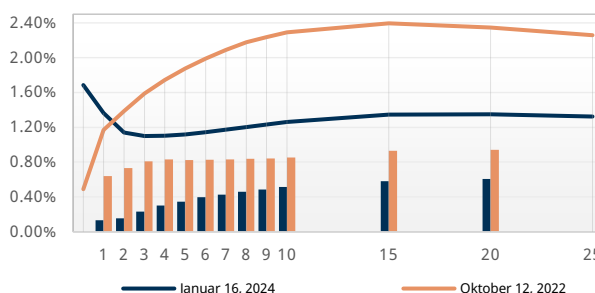
**Bemerkung:** Die Prognosen basieren auf die Konjunkturanalyse des KOF vom Dezember 2023.  
**Quelle:** Daten von BFS, KOF, per 17.01.2024

Abbildung 15: Der aktuelle Zinsanstiegszyklus fällt im historischen Vergleich nicht gravierend aus



**Bemerkung:** In der Abbildung werden die Veränderungen des 3-Monats-Referenzzinssatzes von der ersten Zinserhöhung bis zum Höhepunkt und zur ersten bedeutenden Zinssenkung in verschiedenen historischen Zinsanstiegszyklen veranschaulicht. Die horizontale Achse stellt die Zeitspanne in Monaten dar, beginnend ab dem Zeitpunkt der ersten Zinserhöhung.  
**Quelle:** Daten von Bloomberg, Refinitiv Eikon, SNB, per 17.01.2024

Abbildung 16: Inverse Swap-Kurve und tiefere Swap-Spreads implizieren gelockerte Finanzierungsbedingungen



**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. Die Balken stellen die Swap-Spreads dar, die sich als die Differenz zwischen dem Swap-Satz und der Rendite für Bundesobligationen mit gleicher Laufzeit berechnet.  
**Quelle:** Daten von Refinitiv Eikon, per 17.01.2024

## «Soft Landing» oder Rezession?

Es sind bald zwei Jahre vergangen, seit die Fed, die EZB und die SNB Anfang bzw. Mitte 2022 zum ersten Mal ihre Leitzinsen erhöhten. Geldpolitische Massnahmen entfalten ihre Wirkung auf die Wirtschaft mit einer Verzögerung. Dies stellt die Zentralbanken vor das Risiko, die Zinsen entweder zu stark erhöht zu haben oder die Wirkung ihrer Massnahmen erst in einer Phase zu spüren, in der der Inflationsdruck bereits nachlässt. Beide Szenarien können die Wirtschaft unnötig belasten und führen in den meisten Fällen zu einer Rezession. Historisch gesehen sind in den USA Rezessionen durchschnittlich etwa 22 Monate nach der ersten Leitzinserhöhung eingetreten (Abbildung 17).

Abhängig vom Schweregrad eines wirtschaftlichen Abschwungs oder einer Rezession könnten Zentralbanken das Tempo der Zinsreduktionen beschleunigen. Das Finanzsystem erlitt im letzten Jahr einige Rückschläge, unter anderem durch Bank Runs und Insolvenzen in den USA sowie die Übernahme der Credit Suisse durch die UBS, die das schweizerische Finanzwesen prägte. Ernsthafte Brüche im System, gefolgt von einer Krise, könnten sogar zu graduellen Zinssenkungen führen, wie es beispielsweise während der globalen Finanzkrise der Fall war (Abbildung 18).

## Erste Leitzinssenkungen bereits im März

Aktuell sind die Wirtschaftsaussichten jedoch noch positiv, weshalb der Zinsmarkt schrittweise Leitzinssenkungen einpreist. Der Markt geht demnach von einem «Soft Landing» für die US-amerikanische und europäische Volkswirtschaft aus (Abbildung 19). Es sind mehrere Zinsschritte von 25 Bps vorgesehen, wobei die erste Zinssenkung für beide Zentralbanken

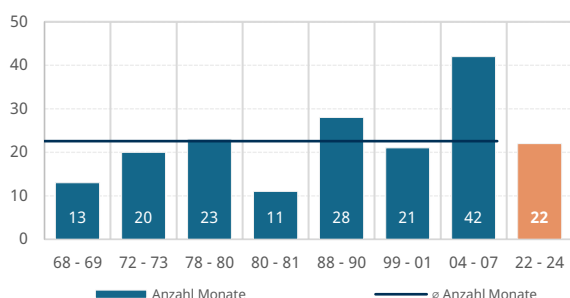
bereits im März erfolgen könnte. Wir erwarten, dass im März tatsächlich die erste Senkung des Leitzinses um 25 Bps stattfinden wird, wobei wir dies für die EZB als wahrscheinlicher ansehen als für die Fed.

Auch vonseiten der SNB halten wir eine erste Leitzinssenkung bereits im März für sehr wahrscheinlich (Abbildung 20). Dabei sind aus unserer Sicht nicht unbedingt die wirtschaftlichen Gründe ausschlaggebend, sondern eher die Tatsache, dass der Zinsmarkt schon deutliche Zinsschritte einpreist. Diese Erwartung widerspricht der vermeintlichen Absicht der SNB, den Leitzins bis zur zweiten Jahreshälfte unverändert zu belassen, wie es momentan von einigen Ökonomen vorhergesagt wird. Ein aktueller Leitzins von 1.75% besitzt unserer Meinung nach keinen zusätzlichen restriktiven Charakter, verglichen mit einem Leitzins von 1.50%. Deshalb halten wir es für vernünftig, den Leitzins im März um 25 Bps zu senken.

## Ein Spatz in der Hand ist besser als eine Taube auf dem Dach

Trotz allem darf man die Möglichkeit von Überraschungen in beide Richtungen, insbesondere in die unerwünschte, nicht unterschätzen. Deshalb kann es für Kreditnehmer ratsam sein, sich die Vorteile günstiger Festzinsen zu sichern, anstatt auf die Spekulation zu setzen, dass die SNB den Leitzins – und damit indirekt den SARON – so rasch senken wird, wie es aktuell vom Zinsmarkt antizipiert wird.

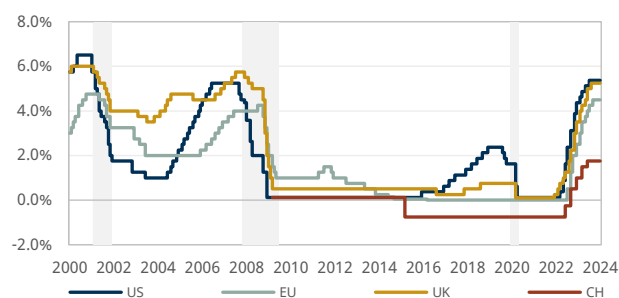
Abbildung 17: Dauer von der ersten Leitzinserhöhung bis zur Rezession in den USA



**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt den Zeitraum in Monaten zwischen der ersten Leitzinserhöhung der Fed und dem Beginn einer Rezession.

**Quelle:** Daten von Brookline Bank, per 17.01.2024

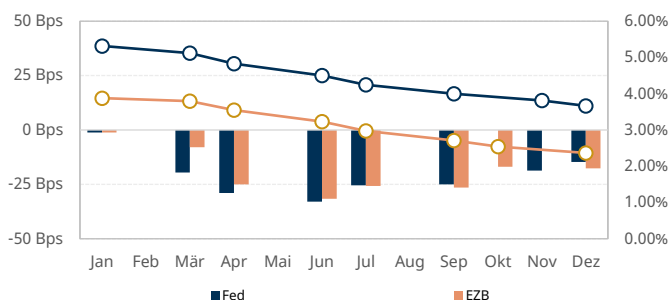
Abbildung 18: Zentralbanken reagieren auf Krisen mit graduellen Leitzinssenkungen



**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt die historischen Leitzinsentwicklungen der amerikanischen, europäischen, britischen und schweizerischen Zentralbank. Die grauen Zeiträume kennzeichnen Perioden wirtschaftlicher Krisen.

**Quelle:** Daten von Refinitiv Eikon, per 17.01.2024

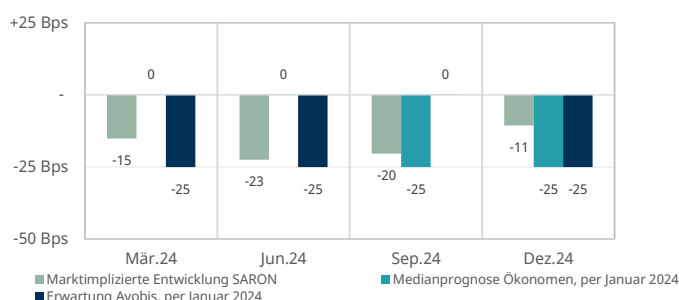
Abbildung 19: Marktimplizierte Leitzinsentwicklungen Fed & EZB



**Bemerkung:** Die Grafik bildet die marktimplizierte Entwicklung für die Leitzinssätze der Fed und EZB ab (rechte Achse). Diese werden vom Fed Funds Futures bzw. vom 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 17.01.2024

Abbildung 20: Markterwartungen & Prognosen zum 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 17.01.2024

## 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: 19. Januar 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.