

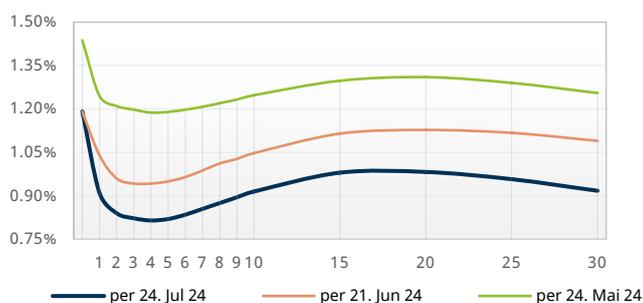
Schweiz

Die Schweizer Zinsswap-Kurve hat in den vergangenen Wochen über alle Laufzeiten hinweg einen überraschenden Rückgang verzeichnet (Abbildung 1). Dies lässt sich primär dadurch erklären, dass nun eine stärkere Lockerung der Geldpolitik eingepreist wird, als dies noch bis zum Vormonat der Fall war. Aktuell wird ein SARON-Satz von 0.78% nach der März-Sitzung im nächsten Jahr eingepreist, was im starken Kontrast zu den Prognosen der Ökonomen steht, die laut Bloomberg-Umfragen mehrheitlich einen Leitzins von 1.0% bis ins nächste Jahr erwarten (Abbildung 2).

Die Argumentation für einen Leitzins von 1.0% stützt sich auf das Konzept des neutralen Zinssatzes, der als wichtiger Referenzpunkt für die Gestaltung der Geldpolitik gilt. Viele Ökonomen teilen die Ansicht, dass der neutrale Zinssatz bei 0.0% liegt. Daraus resultiert bei einer längerfristigen Inflationserwartung von 1.0% ein nominaler neutraler Zinssatz von 1.0%. Auf diesem Niveau würden sich Sparen und Investieren im Gleichgewicht befinden, sodass die Wirtschaft weder überhitzt noch abgebremst wird.

Die strukturellen Faktoren weisen seit Jahrzehnten auf einen fallenden Trend für den neutralen Zinssatz hin. Angesichts des aktuellen makroökonomischen Umfelds stellt sich jedoch die Frage, ob dieser Zinssatz nun höher liegen könnte. Diese Frage ist komplex und nicht einfach zu beantworten, besonders da der neutrale Zinssatz nicht direkt beobachtbar ist. Aufgrund seiner theoretischen Natur sollte zwischen der SNB und dem Markt ein ständiges Wechselspiel stattfinden, bei dem die SNB die Auswirkungen ihrer Zinsanpassungen kontinuierlich evaluiert, und sich schrittweise an den tatsächlichen neutralen Zinssatz annähert, anstatt sich auf einen festen Wert zu fixieren. Eine ständige Kosten-Nutzen-Analyse ist entscheidend.

Abbildung 1: Swap-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, 24.07.2024

Abbildung 3: Schweizer Aussenhandel und realer Wechselkurs



Bemerkung: Die Abbildung zeigt die historische Entwicklung des Schweizer Aussenhandels (nominal, quartalsweise) und des realen Wechselkursindex. Dieser Index zeigt die Wechselkursentwicklung des Schweizer Frankens im Vergleich zu den Währungen der wichtigsten Handelspartner der Schweiz, bereinigt um Inflation bzw. Konsumentenpreisentwicklungen.
Quelle: Daten von SNB, BAZG, 24.07.2024

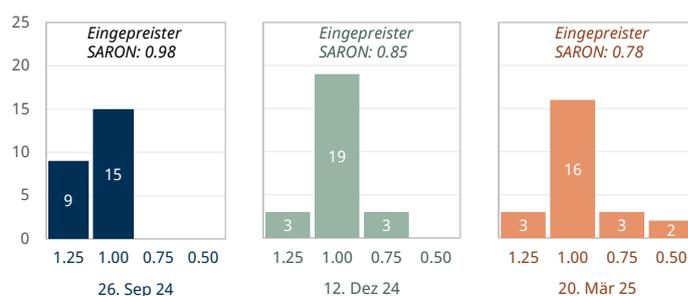
Überschätzt die SNB den neutralen Zinssatz und bleibt zu restriktiv, werden Deflation, ein starker Franken und eine Dämpfung der Wirtschaftsaktivität als Begleiterscheinungen auftreten. Die angemessene Reaktion darauf wären Zinssenkungen. Wenn die SNB andererseits die Zinsen zu stark senkt und den neutralen Zinssatz unterschätzt, wäre dies von einer höheren Inflation, einer Abschwächung des Frankens und einer Überstimulation der Wirtschaft begleitet. Angesichts der herrschenden Konjunkturschwäche sind die Kosten im ersten Szenario grösser als im zweiten, weshalb die SNB dazu neigen dürfte, weiter unter 1.0% zu senken.

Im zweiten Quartal dieses Jahres zeigte der Schweizer Aussenhandel eine äusserst erfreuliche Entwicklung, was die globale Wettbewerbsfähigkeit der Schweiz unterstreicht (Abbildung 3). Allerdings steht dieser Erfolg unter dem Druck eines aufwertenden Schweizer Frankens. Mit den bevorstehenden Lockerungen der Zinspolitik durch die Fed und die EZB könnte dieser Druck wieder zunehmen. Als Gegenmassnahme könnte die SNB präventive Zinssenkungen in Erwägung ziehen. Sollte der Franken in der Folge zu stark abwerten, wäre eine Reaktion mit Devisenverkäufen denkbar. Diese Massnahmen würden es der SNB auch ermöglichen, ihre durch umfangreiche Deviseninterventionen in den letzten Jahren gewachsene Bilanz weiter abzubauen bzw. nicht weiter aufzubauen, um für zukünftige Interventionen eine grössere Flexibilität sicherzustellen (Abbildung 4).

Unsere Erwartung

Wir erwarten im September eine weitere Senkung des Leitzinses. Eine zusätzliche Senkung im Dezember schliessen wir nicht aus. Spätestens nach der März-Sitzung 2025 erwarten wir einen Leitzins von 0.75%.

Abbildung 2: Ökonomen-Umfragen vs. marktimplizierter SARON



Bemerkung: Die Abbildung zeigt die Ergebnisse der regelmässigen Ökonomenumfragen von Bloomberg, die die erwartete Entwicklung des Leitzinses für die kommenden geldpolitischen Lagebeurteilungen erfassen. Zum Vergleich wird oben der aus den Swap-Sätzen abgeleitete SARON-Satz dargestellt, der jeweils nach der entsprechenden Sitzung eingepreist ist.
Quelle: Daten von Bloomberg, Refinitiv Eikon, 24.07.2024

Abbildung 4: SNB-Bilanz



Bemerkung: Die Abbildung zeigt die Bilanzgrösse der SNB sowie die Aktivposition Devisenanlagen. Als Devisenanlagen werden die Anlagen der SNB in Fremdwährungen in Form von ausländischen Anleihen, Aktien und Guthaben bei anderen Zentralbanken.
Quelle: Daten von SNB, BFS, 24.07.2024

Ausland

Die Zinsmärkte zeigen sich zuversichtlich: Sie erwarten, dass die Fed im September mit den Leitzinssenkungen beginnen wird. Diese Erwartungshaltung gründet sich weniger auf die aktuelle Inflationsentwicklung als vielmehr auf die Sorge um die Wirtschaftslage. Auch die EZB, die in ihrer Julisitzung eine Pause eingelegt hat, dürfte im September zu einer Lockerung der Zinspolitik übergehen.

In den USA bewegt sich die Inflation zwar in die gewünschte Richtung, jedoch nur sehr langsam (Abbildung 5). Eine positive Entwicklung konnte zuletzt bei den Wohnkosten beobachtet werden, die einen geringeren Preisanstieg verzeichneten. Trotzdem besteht weiterhin ein Preisdruck im Dienstleistungssektor, der auch mit den hohen Lohnwachstumsraten zusammenhängt, die sich zwar langsam, aber kontinuierlich in die richtige Richtung entwickeln. Insgesamt lässt sich eine marginal gesteigerte Zuversicht bezüglich der Entwicklung der Inflation in die gewünschte Richtung feststellen, auch wenn noch Vorsicht geboten ist.

Nichtsdestotrotz wird für den September ein vollständiger Zinsschritt eingepreist (Abbildung 6). Dieser Schritt ist unter anderem durch die anhaltende Abkühlung am Arbeitsmarkt motiviert, die durch eine Zunahme der Arbeitslosenrate, weniger offene Stellen und eine Verlangsamung des Beschäftigungswachstums gekennzeichnet ist (Abbildung 7). Während die ersten beiden Indikatoren eine Rückkehr zu einem Niveau vor der Pandemie signalisieren, bleibt das Beschäftigungswachstum immer noch stärker als vor der Pandemiezeit.

Ein schwächerer Arbeitsmarkt führt zu geringeren Konsumausgaben und letztendlich zu einer abnehmenden Wirtschaftsdynamik. Die Wirtschaftsdaten, die im Verlauf der restlichen Woche veröffentlicht werden, werden

Aufschluss darüber geben, wie stark die Wirtschaft tatsächlich abgekühlt ist. Schwache Daten könnten in diesem Kontext als erfreuliche Nachricht betrachtet werden, da sie darauf hindeuten, dass die geldpolitischen Massnahmen der Fed Wirkung zeigen.

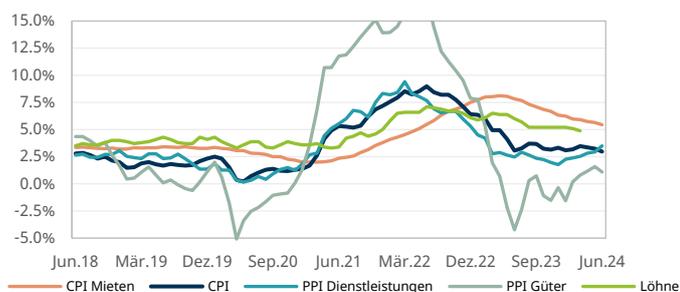
So wie Zinserhöhungen zeitverzögert auf die Wirtschaft wirken, trifft dies auch auf Zinssenkungen zu. Daher ist nun der richtige Zeitpunkt gekommen, an dem die Fed trotz der anhaltenden hartnäckigen Inflation mit Zinssenkungen beginnen sollte. Der September könnte sich als geeigneter Zeitpunkt erweisen, und die Juli-Sitzung sollte in dieser Hinsicht richtungweisend sein.

Die Lohnentwicklung ist ein kritischer Faktor für die zukünftige geldpolitische Ausrichtung der EZB (Abbildung 8). Obwohl die aktuellen Daten gegen eine Lockerung der Geldpolitik sprechen, deuten Umfrageergebnisse auf eine mögliche Abkühlung im laufenden und im kommenden Jahr hin. Die EZB benötigt weitere Datenpunkte, um Klarheit über den zukünftigen Verlauf der Lohnentwicklung zu erlangen. Deshalb hat die EZB in ihrer Julisitzung darauf verzichtet, eine klare Steuerung der Zinserwartungen vorzunehmen und stattdessen erneut die Datenabhängigkeit ihrer Entscheidungen betont. Im Gegensatz dazu wird am Zinsmarkt bereits von einem vollständigen Zinsschritt ausgegangen (Abbildung 6).

Unsere Erwartung

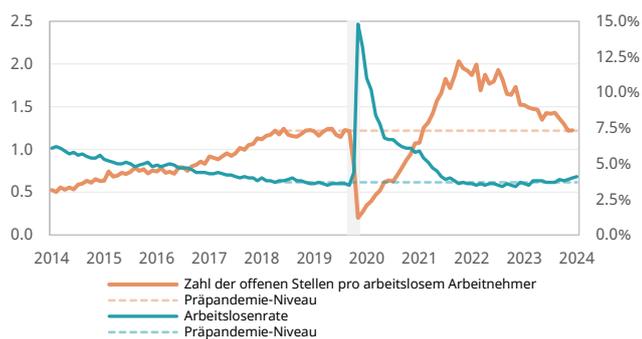
Wir erwarten, dass sowohl die Fed als auch die EZB im September ihre Zinssätze um 25 Basispunkte senken und bis Jahresende jeweils einen weiteren Schritt unternehmen werden.

Abbildung 5: Inflationsentwicklung in den USA



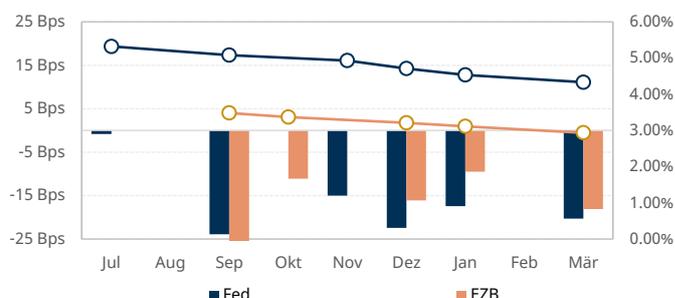
Bemerkung: Die Abbildung zeigt die historische Entwicklung der jährlichen Veränderungsrate verschiedener US-Konsumenten- und Produzentenpreisindizes. Der CPI-Mietpreisindex basiert auf eigentümergequivalenten Mieten. Die dargestellte Lohnpreisentwicklung entspricht dem gleitenden 3-Monats-Durchschnitt des gewichteten Median-Stundenlohns.
Quelle: Daten von Fred, per 24.07.2024

Abbildung 7: 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 24.07.2024

Abbildung 6: 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 24.07.2024

Abbildung 8: Lohnentwicklungen im Euroraum



Bemerkung: Die Grafik zeigt die Entwicklung verschiedener Indikatoren zur Überwachung der Lohnentwicklung in dem Euroraum.
Quelle: Daten von ECB Data Portal, GitHub, per 24.07.2024

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: 24. Juli 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.