

EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

März 2023

Schweiz

Der März war ein ereignisreicher Monat voller Überraschungen. Die Inflationszahlen für Februar und der darauffolgende abrupte Vertrauensschwund im Bankensektor – mit besonderem Fokus auf die Credit Suisse – haben die Schweizer Marktzinsen auf eine turbulente Reise geschickt. Die SNB reagierte jedoch stoisch und trennte beide Themen, indem sie um 50 Bps erhöhte und an ihrem geldpolitischen Kurs festhält.

Die Befürchtungen bezüglich einer ausufernden Inflationsdynamik scheinen sich zu bestätigen. Im Februar verzeichneten fast alle neun LIK-Segmente Preissteigerungen im Vergleich zum Vormonat. Dies ist auf die zunehmenden Preise für Dienstleistungen und Güter unabhängig ihrer Herkunft zurückzuführen (Abbildung 1). Eine Entspannung der Teuerung ist derzeit nicht absehbar und mit der im Juni erwarteten ersten Anpassung des hypothekarischen Referenzzinssatzes dürfte sich die Inflation weiter vom SNB-Ziel entfernen. Der Markt passte daraufhin seine Zins- und Inflationserwartungen deutlich nach oben an, wie an der stark invertierten Zinskurve erkennbar ist (Abbildung 2: Vergleich per 28. Feb und per 9. März).

Die Probleme bei der Silicon Valley Bank und später bei der Credit Suisse führten jedoch zu Befürchtungen einer möglichen Bankenkrise, wodurch die Inflationsproblematik in den Hintergrund geriet. Die Sorge, dass weitere Zinsschritte der Notenbanken einen Systemkollaps im Bankensektor verursachen könnten, führte auch am Schweizer Zinsmarkt zu einem Umdenken, wodurch die Marktzinsen stark nach unten korrigierten (Abbildung 2: Vergleich per 9. Mär und 13. Mär). Die Übernahme der Credit Suisse durch die UBS und die globale Liquiditätsinjektion ins Bankensystem milderten danach teilweise die Ängste. Letztlich sorgte der geldpolitische Entscheid der SNB am 23. März und dessen Signal für eine gewisse Ernüch-

terung an den Märkten, worauf der Fokus wieder auf der Inflationsproblematik lag und dadurch wieder höhere Zinsschritte eingepreist wurden (Abbildung 2: Vergleich per 13. Mär und per 29. Mär).

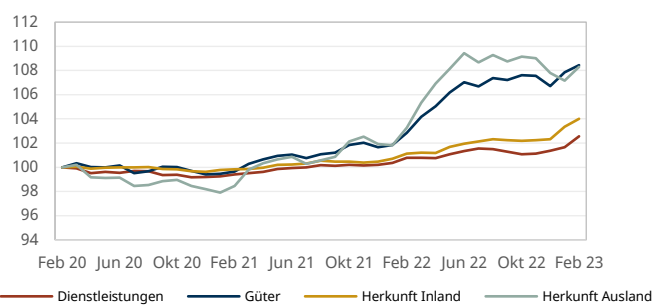
Obwohl die Swap-Kurve zum Monatsende in etwa gleich verläuft wie zu Monatsbeginn, hat sich die Ausgangssituation merklich verändert, was insbesondere an den höheren erwarteten Zinsvolatilitäten zum Monatsende im Vergleich zum Monatsbeginn deutlich wird (Abbildung 3).

Die Auswirkungen der Bankenturbulenz auf das Wirtschaftswachstum sind ungewiss. Ein Rückgang der Nachfrage könnte den Inflationsdruck dämpfen. Ebenso unklar sind die Auswirkungen auf die Finanzierungsbedingungen, da Banken möglicherweise vorsichtiger und zurückhaltender bei der Kreditvergabe agieren werden. Dies käme einer Zinserhöhung im Kampf gegen die Inflation ähnlich. Diese Effekte müssen nun beobachtet und entsprechend bewertet werden, weshalb die Swap-Kurve trotz entkoppelter Inflation nur noch moderate Zinsschritte für die nächsten beiden Sitzungen impliziert (Abbildung 4).

Unsere Erwartungen

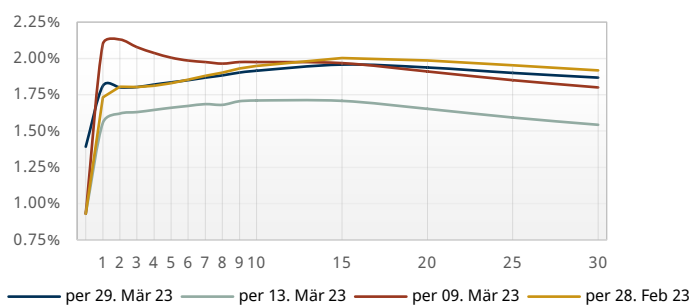
Die Inflation in der Schweiz ist von den üblichen Verhältnissen entkoppelt. Der Schweizer Franken als geldpolitisches Instrument zur Bekämpfung der importierten Inflation ist im Kampf gegen die wachsende Inlandsinflation nur begrenzt wirksam. Es sind deshalb zusätzliche restriktive Massnahmen notwendig. Sollte sich das globale Finanzsystem weiterhin als robust erweisen, könnte in der nächsten Sitzung eine weitere Erhöhung um 50 Bps erfolgen. Sollten jedoch weitere Systemrisiken auftreten, könnten ein geringerer Zinsschritt oder sogar eine Zinspause in Betracht gezogen werden. Es ist entscheidend, die Situation sorgfältig zu überwachen und verschiedene Szenarien umfassend zu evaluieren.

Abbildung 1: Konsumentenpreisindizes



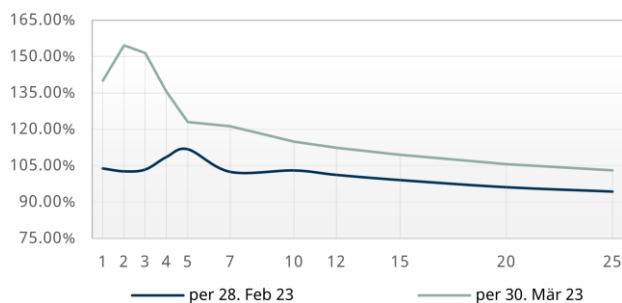
Bemerkung: Beiträge zur Vorjahresveränderung der Konsumentenpreise in der Schweiz unterteilt nach Dienstleistungen und Güter. Zusätzlich werden die Güter unterteilt nach ihrer Herkunft.
Quelle: Daten von SNB, per 30.03.2023

Abbildung 2: Zinsstrukturkurve – Swapsätze



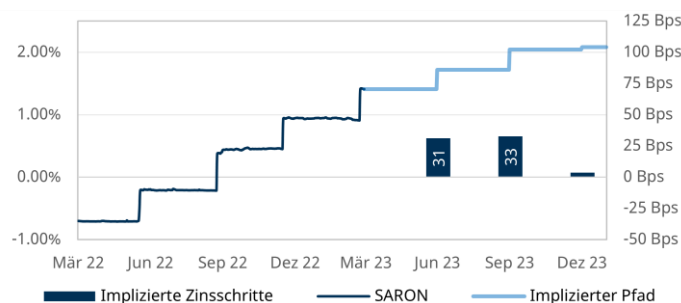
Bemerkung: Die Swap-Kurven dienen als grafische Darstellung der zugrundeliegenden Zinsstruktur am Schweizer Swap-Markt. Die jeweiligen Swap-Sätze per Stichtag zu den unterschiedlichen Laufzeiten (in Jahren) bilden gemeinsam die Swap-Kurve.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 30.03.2023

Abbildung 3: Zinsswap-Volatilitätskurve



Bemerkung: Die Zinsswap-Volatilitätskurve wird von OTC-gehandelten Swap Optionen mit dreimonatiger Laufzeit hergeleitet. Sie bildet die implizierten bzw. erwarteten Zinsvolatilitäten für die jeweilige Laufzeiten zum jeweiligen Betrachtungszeitpunkt ab.
Quelle: Daten von Bloomberg, per 30.03.2023

Abbildung 4: SARON und marktimplizierte Erwartung



Bemerkung: Die Grafik bildet den SARON und die marktimplizierte Erwartung ab (rechte Achse). Diese werden von den Zinsswaps hergeleitet. Die linke Achse bildet die implizierte Zinsanpassungen (in Bps) im jeweiligen Monat, in der eine geldpolitische Sitzung vorgesehen ist.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 30.03.2023

EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

März 2023

Ausland

Die wachsende Besorgnis über eine mögliche Bankenkrise infolge des Zusammenbruchs dreier regionaler Banken in den USA hat die Notenbanken dazu veranlasst, mit Liquiditätsspritzen zu reagieren. Dennoch deutet eine aktuelle Studie darauf hin, dass das US-Bankensystem unrealisierte Verluste von zwei Billionen USD verzeichnet, was die Möglichkeit weiterer Zinserhöhungen stark in Frage stellt. Während sich die Inflation trotz des unerwarteten, schnellen Anstiegs der Zinsen unbeeindruckt zeigt, werden im Bankensystem somit erste Risse sichtbar.

Die gestiegenen Zinsen seit letztem Jahr führten zu beträchtlichen Wertverlusten bei hypothekarisch besicherten Anleihen und anderen nahezu risikolosen Anleihen, die einen Grossteil der Aktivseite von Banken ausmachen. Eine Studie zeigt, dass der Marktwert der Vermögenswerte des US-Bankensystems um zwei Billionen USD niedriger ist als der bilanzielle Wert. Zusammen mit einem hohen Anteil unversicherter Einlagen bei einigen US-Banken könnten Verlustrealisierungen deren Stabilität gefährden. Sollten die Hälfte der unversicherten Einleger Gelder abheben, wären beinahe 190 Banken einem potenziellen Risiko ausgesetzt. Dies würde auch versicherte Einleger treffen, wobei möglicherweise 300 Milliarden USD an versicherten Einlagen gefährdet wären.

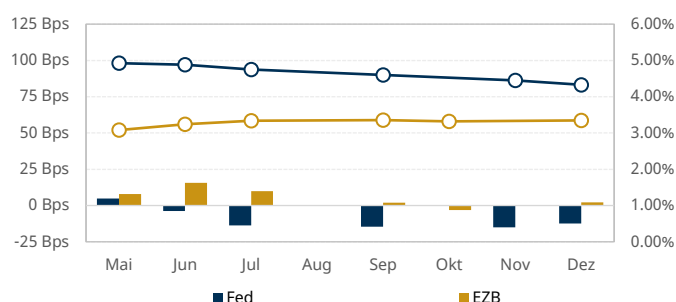
Obwohl das Bankensystem derzeit solide ist, könnte es im Falle eines Bank Runs an Liquidität mangeln, was zu einem Kaskadeneffekt bei der Verlustrealisierung führen und letztendlich die Solvenz gefährden würde. Dies könnte sowohl amerikanische als auch andere Banken einer drohenden Liquiditätskrise aussetzen. Daher ergreifen die Fed, die EZB und andere Zentralbanken koordinierte Massnahmen zur Stärkung der Liquidität.

Der Markt preist aufgrund von Befürchtungen möglicher Systemrisiken bereits Zinssenkungen für die Fed und nur noch geringe Zinsschritte für die EZB ein (Abbildung 5 und 6). Die Gründe dafür sind einerseits die restriktive Wirkung der Liquiditätsproblematik auf die Kreditvergabe (Abbildung 7) und andererseits die Verschärfung der Liquiditätsproblematik oder sogar das Entstehen von Systemrisiken in anderen Bereichen durch eine anhaltende restriktive Geldpolitik. Beides würde zu einem Rückgang des Wirtschaftswachstums und damit zu einer inflationsdämpfenden Wirkung führen. So sind die marktimplizierten Inflationserwartungen trotz weiterhin hohen Inflationszahlen und sinkenden Zinserwartungen nicht gestiegen (Abbildung 8).

Unsere Erwartungen

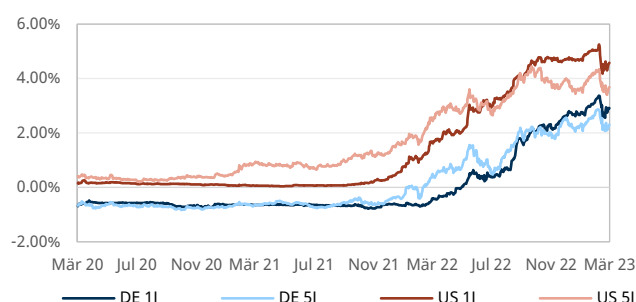
Die aktuelle Situation im Bankensektor scheint sich zunächst beruhigt zu haben, doch besteht weiterhin das Risiko, dass der rasante Zinsanstieg seit dem letzten Jahr neben dem Bankensektor auch andere Bereiche des Finanzsystems belasten könnte. Daher schliessen wir weitere Zinserhöhungen vorerst aus. Gleichzeitig halten wir aber auch Zinsreduktionen für unwahrscheinlich. Die Inflation ist weiterhin zu hoch und muss mit einer restriktiven Geldpolitik bekämpft werden. Zudem verfügen die Notenbanken neben dem Leitzins über ein breites Instrumentarium, um Probleme wie beispielsweise die Liquiditätsschwierigkeiten zu bewältigen. Aus diesen Gründen gehen wir davon aus, dass die Fed in der nächsten Sitzung eine Zinspause einlegen und in den kommenden Monaten die Situation rund um die Banken und die Inflationsentwicklung genau beobachten wird. Für die EZB hingegen erwarten wir aufgrund der verheerenden Inflationsentwicklung einen Zinsschritt um mindestens 25 Bps.

Abbildung 5: Marktimplizierte Leitzinsentwicklung Fed & 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, per 30.03.2023

Abbildung 6: Amerikanische und deutsche Staatsanleiherenditen



Bemerkung: Die Abbildung bildet die Anleiherenditen von 2- und 5-jährigen amerikanischen und deutschen Staatsanleihen ab.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 30.03.2023

Abbildung 7: National Financial Conditions Index (NFCI)



Bemerkung: Der National Financial Conditions Index (NFCI) der Chicago Fed bietet eine umfassende wöchentliche Aktualisierung der US-amerikanischen Finanzlage. Positive Werte des NFCI weisen auf überdurchschnittlich strenge Finanzbedingungen hin, während negative Werte auf überdurchschnittlich lockere Finanzbedingungen hindeuten. Die schattierten Bereiche zeigen die Rezessionen in den USA an.
Quelle: Daten von FRED, per 30.03.2023

Abbildung 8: Marktimplizierte Inflationserwartungen



Bemerkung: Die Abbildung beinhaltet die historische Entwicklung der Breakeven-Inflationsrate (BEIR) der jeweiligen Länder / Regionen. Die BEIR wird als die Renditedifferenz von Staatsanleihen und inflationsindexierten Anleihen (ILB) mit gleichen Laufzeiten definiert. Die 10-jährige BEIR kann als marktimplizierte langfristige Inflationserwartung interpretiert werden.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 30.03.2023

EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

März 2023

KONTAKT

Burak Er, CFA
Head Research

Avobis Group AG
Brandschenkestrasse 38
8001 Zürich

T: +41 58 255 49 09
burak.er@avobis.ch



Stand: 30. März 2023

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.