

Schweiz

Wie wir es erwartet haben: Die SNB hat ihre geldpolitische Unabhängigkeit erneut bewiesen, indem sie an der geldpolitischen Lagebeurteilung vom 21. März 2024 den Leitzins um 25 Bps auf 1.50% gesenkt hat – ein klarer Abgrenzungsschritt von den Politiken der Fed und der EZB. Während viele Beobachter eine Zinssenkung im März als verfrüht betrachteten, kam diese Entscheidung für uns nicht überraschend. Die Zinsmärkte reagierten auf diese Entscheidung jedoch mit überraschender Zurückhaltung.

Die Dynamik der Inflation in der Schweiz lässt schneller nach als zunächst angenommen. Seit der Dezembersitzung hat sich eine Reihe ausserordentlich positiver Inflationsdaten angesammelt, welche die SNB in ihrer März-sitzung dazu veranlasste, ihre Prognosen anzupassen (Abbildung 1). Trotz der Senkung des Leitzinses auf nunmehr 1.50% geht die SNB von einer geringeren Inflation aus als ursprünglich erwartet. Diese Entwicklung bestätigt die Gewährleistung der Preisstabilität und ermöglicht eine entsprechende Lockerung der Geldpolitik.

Die in anderen Ländern beobachtete Befürchtung, dass steigende Real-löhne zu einem erneuten Inflationsschub führen könnten, findet in der Schweiz keinen Anhaltspunkt. Die hierzulande erwarteten moderaten Steigerungen der Reallöhne werden voraussichtlich lediglich ausreichen, um die Kaufkraftverluste der letzten drei Jahre zu kompensieren, ohne dabei neue Inflationsrisiken zu schaffen (Abbildung 2). Die Ergebnisse der Lohn-verhandlungen für das Jahr 2024 untermauern diese Einschätzung und wurden auch in den Entscheidungsprozess der SNB miteinbezogen.

Ohne die bewusste Stärkung des Schweizer Frankens hätte sich die Inflationsdynamik wesentlich aggressiver entwickelt und wäre einem ähnlichen Muster wie im Ausland gefolgt, was eine Zinssenkung zu diesem Zeitpunkt

tatsächlich verfrüht erscheinen lassen hätte. Aktuell befindet sich der reale Wechselkurs des Schweizer Frankens auf einem Niveau, das dem nach der Aufhebung des Mindestkurses entspricht – eine Situation, die Anlass zur Sorge gibt (Abbildung 3). Dies könnte für die SNB in naher Zukunft zu einer Herausforderung werden, insbesondere weil sie in der Vergangenheit in einem Umfeld aus starkem Franken und Deflation zum Mittel der Negativzinsen greifen musste.

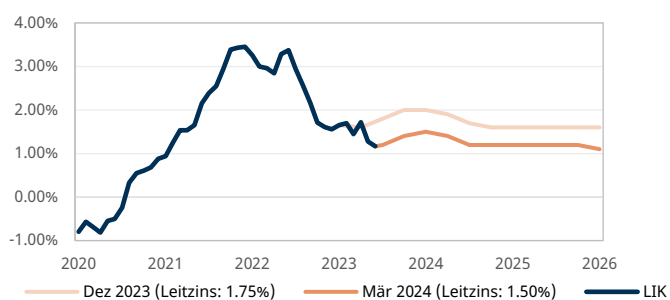
In einem Szenario, in dem sich die Inflation sowohl in Europa als auch in den USA über die nächsten Jahre hartnäckig über dem Zielwert von 2.0% hält, während die Inflation in der Schweiz nahe null bleibt, könnte die SNB zunehmend unter Druck geraten. Neben Devisenkäufen könnte es notwendig werden, durch Leitzinssenkungen eine grössere Zinsdifferenz zu anderen Währungen zu etablieren, um einer Aufwertung des Schweizer Frankens entgegenzuwirken.

Die Reaktion im mittleren und längeren Segment der Zinskurve blieb grösstenteils unbeeindruckt und verzeichnete lediglich ein geringfügig niedrigeres Niveau als noch vor einer Woche (Abbildung 4). Dies deutet darauf hin, dass in der längerfristigen Perspektive noch immer eine gewisse Unsicherheit und Risikobewertung besteht, die durch die erste Zinssenkung nicht vollständig ausgeräumt wurde.

Unsere Erwartung

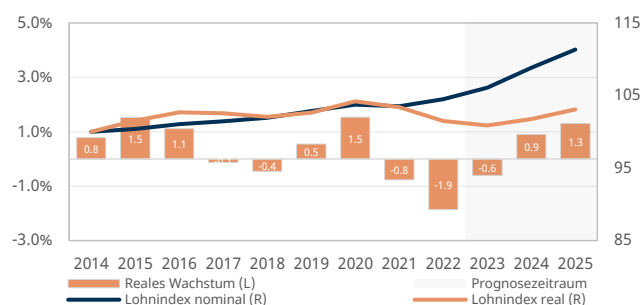
Wir erwarten, dass die SNB im Juni den Leitzins erneut um 25 Bps senken wird. Je nach Inflationsentwicklung und der realen Entwicklung des Schweizer Frankens ist eine Senkung um 50 Bps nicht auszuschliessen.

Abbildung 1: Neue Inflationsprognose



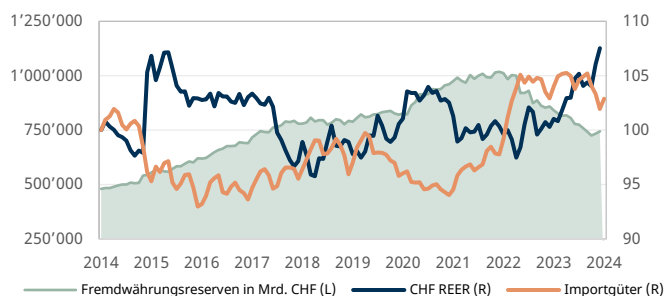
Bemerkung: Die Abbildung zeigt die aktuelle Entwicklung der Inflation und stellt gleichzeitig die Prognosen der SNB zur Inflation dar, wie sie zum Zeitpunkt der jeweils letzten geldpolitischen Einschätzung vorgenommen wurden. Diese Vorhersagen beruhen unter anderem auf der Annahme, dass der Leitzins über den gesamten Prognosezeitraum von drei Jahren unverändert bleibt.
Quelle: Daten von SNB, BFS, per 22.03.2024

Abbildung 2: Lohnpreisentwicklung



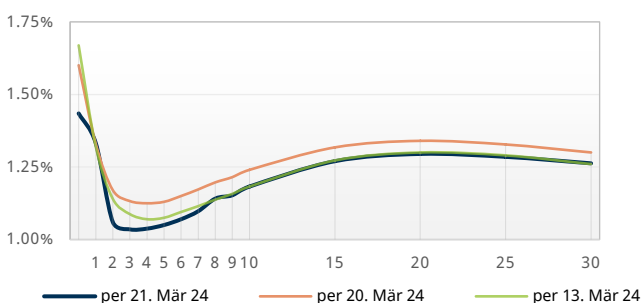
Bemerkung: Die Abbildung zeigt die historische Entwicklung des Schweizer Lohnindex sowohl in nominalen als auch in realen Werten und präsentiert zudem Prognosen der KOF.
Quelle: Daten von BFS, KOF, per 22.03.2024

Abbildung 3: Starker Schweizer Franken



Bemerkung: Die Abbildung bildet die Fremdwährungsreserven der SNB in Mrd. CHF (linke Achse), den Real Effective Exchange Rate (REER) und den Inflationsindex für ausländische Güter (rechte Achse) ab. Der REER ist ein gewichteter Durchschnitt der Wechselkurse eines Landes im Vergleich zu den Währungen seiner wichtigsten Handelspartner, angepasst um die Inflationsdifferenzen. Er misst die Kaufkraft des Schweizer Frankens relativ zu den Währungen der Handelspartner.
Quelle: Daten von SNB, BFS, BIS, per 22.03.2024

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, per 22.03.2024

Ausland

Wie vom Markt erwartet, entschieden sich die EZB und die Fed in ihren März Sitzungen für eine weitere Zinspause. Für den Sommer zeichnet sich allerdings ab, dass beide Zentralbanken zu Zinssenkungen bereit sind, mit der Tendenz, dass die EZB einen aggressiveren Ansatz als die Fed verfolgen wird.

Die Kommunikation beider Zentralbanken hat zunehmend einen dovishen Unterton angenommen, was darauf hindeutet, dass eine erste Zinssenkung bevorsteht. Die Inflationsentwicklung in beiden Wirtschaftsräumen bewegt sich weiterhin in die gewünschte Richtung, wenn auch langsam und mit Hartnäckigkeit. Es wurde klar signalisiert, dass die Inflationsraten nicht unbedingt nahe der oberen Zielgrenze von 2.0% liegen müssen, um Zinssenkungen in Betracht zu ziehen. Jedoch ist eine klare Evidenz für eine nachhaltige Abschwächung der Inflation erforderlich, bevor eine Änderung der Zinspolitik in Erwägung gezogen werden kann.

Die EZB hat die Entwicklung von Löhnen und Gehältern als entscheidenden Faktor für die Möglichkeit einer Zinssenkung hervorgehoben. Im letzten Quartal des vorangegangenen Jahres hat sich das Wachstum der ausgehandelten Löhne leicht verlangsamt (Abbildung 5). Diese geringfügige Veränderung scheint allein jedoch nicht ausreichend, um eine Senkung der Zinsen zu rechtfertigen. Sollten die Daten für das laufende Quartal, die im Mai erwartet werden, eine Fortsetzung dieses Verlangsamungstrends zeigen, könnte eine Zinssenkung im Juni, aller spätestens im Juli, realistisch werden.

Für die Fed gestaltet sich die Lage etwas komplexer. Auch hier sind steigende Löhne von Bedeutung, allerdings ist bereits ein längerfristiger Trend sinkender Wachstumsraten erkennbar. Problematisch sind jedoch die

überraschend starken Konsumausgaben, die massgeblich zu den unerwartet hohen Wachstumsraten der Wirtschaft beitragen. Trotz einiger Indikatoren wie stagnierenden Einzelhandelsumsätzen, die auf eine beginnende Abkühlung hinweisen könnten, präsentiert sich die Wirtschaft insgesamt weiterhin als robust (Abbildung 6).

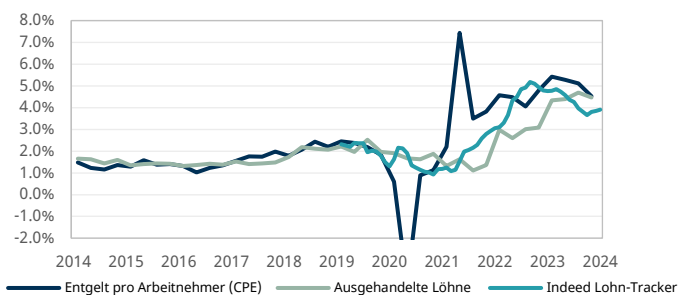
Die Preise für Dienstleistungen sind arbeitsintensiv. Eine voreilige Senkung der Zinsen könnte die Konsumnachfrage ankurbeln und dadurch die Lohn-Preis-Spirale wieder anheizen. Dieses Risiko ist ein wesentlicher Grund, warum die Fed bislang vor Zinssenkungen zurückschreckt. Allerdings verdichten sich die Hinweise auf eine Abkühlung am Arbeitsmarkt, und sollte auch eine Verlangsamung im Konsumverhalten erkennbar werden, könnte dies der Fed den Spielraum geben, die Zinsen zu reduzieren.

Der Offenmarktausschuss der Fed (FOMC) hat seine Median-Projektion für den US-Leitzins unverändert gelassen, was als positives Zeichen zu werten ist, denn die Entscheidungsträger signalisieren damit ihr Festhalten an der Erwartung von drei Zinssenkungen im laufenden Jahr (Abbildung 7). Diese Einschätzung scheint weitgehend mit den aktuellen Markterwartungen übereinzustimmen (Abbildung 8).

Unsere Erwartungen

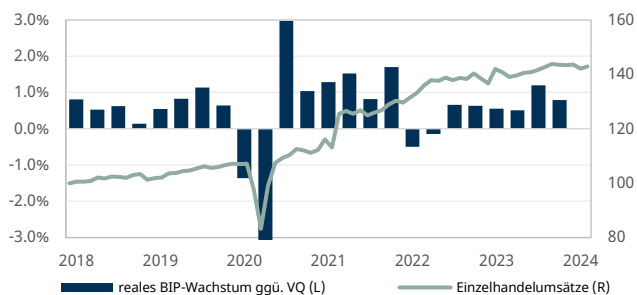
Wir gehen davon aus, dass die Datenlage bis Juni der EZB genügend Anlass bieten wird, eine erste Zinssenkung um 25 Bps einzuleiten. Für die Fed erwarten wir, dass die erste Zinssenkung in der letzten Sommersitzung im Juli erfolgen wird.

Abbildung 5: Lohnentwicklungen im Euroraum



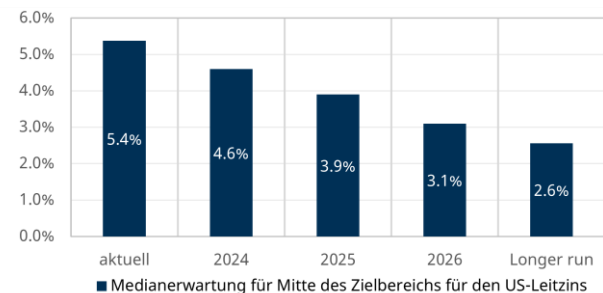
Bemerkung: Die Grafik zeigt die Entwicklung verschiedener Indikatoren zur Überwachung der Lohnentwicklung in dem Euroraum.
Quelle: Daten von ECB Data Portal, GitHub, per 22.03.2024

Abbildung 6: US-Wirtschaftswachstum und Einzelhandelsumsätze



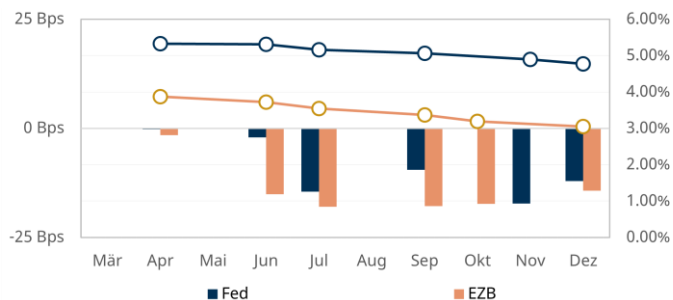
Bemerkung: Die Abbildung zeigt die quartalsweise Entwicklung des realen Wirtschaftswachstums in den USA sowie die Entwicklung der Einzelhandelsumsätze, die per 01.01.2018 auf 100 indiziert sind.
Quelle: Daten von Fred, per 22.03.2024

Abbildung 7: FOMC-Sitzung: Erwartungen für den US-Leitzins



Bemerkung: Die Abbildung stellt die Medianwerte des mittleren Zielbereichs für die Federal Funds Rate dar, basierend auf den Einschätzungen der FOMC-Teilnehmer zur angemessenen Geldpolitik.
Quelle: Daten von FRED, Fed, per 22.03.2024

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 22.03.2024

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: 22. März 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.