

# EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

September 2023

## Schweiz

Konform mit unseren Erwartungen hat die SNB den Leitzins entgegen der verbreiteten Meinung zahlreicher Ökonomen unverändert bei 1.75% belassen. Die SNB unterstrich damit nicht nur ihre Unabhängigkeit von anderen Währungshütern wie etwa der EZB, welche eine Zinserhöhung um 25 Bps bekanntgegeben hatte, sondern sendete mit ihrer Entscheidung auch kräftige Signale aus, dass dies der Zinsgipfel sein könnte. Aktuell spiegelt der Zinsmarkt diese Annahme mit einer vorherrschenden Ruhe wider, wenngleich die Anfälligkeit für eine baldige Volatilität weiterhin besteht.

Wenn wir die Entwicklung seit dem vergangenen Jahr rekapitulieren, erlebten wir einen zügigen Zinsanstieg in fünf aufeinanderfolgenden Schritten von negativen 0.75% auf 1.75%, was rückblickend als eine recht restriktive Geldpolitik interpretiert werden kann. Setzt man jedoch diese Entwicklung in einen historischen Kontext und relativiert lediglich das Zinsniveau, wird schnell klar, dass das gegenwärtige Zinsumfeld unter dem langjährigen Durchschnitt verharrt (Abbildung 1). Nichtsdestotrotz war der Anstieg sehr aggressiv, weshalb nun die makroökonomischen Auswirkungen akribisch beobachtet und entsprechend evaluiert werden müssen.

Die Inflationsrate für den Monat September betrug 1.70% und bleibt trotz einer leichten Erhöhung im gewünschten Bereich. Zweitrundeneffekte sind nach wie vor ein Thema und dürften die Inflation bis zum Jahresende wieder an die 2.00%-Marke heranführen. Das SECO prognostiziert in seiner neuesten Einschätzung vom September, dass die Inflation im Gesamtjahr 2024 bei knapp 2.00% liegen dürfte und rechnet weiterhin mit moderaten, jedoch positiven realen Wachstumsraten für das BIP (Abbildung 2). Der Arbeitsmarkt zeigt Anzeichen einer leichten Abkühlung aufgrund eines

Rückgangs in der Anzahl der gemeldeten offenen Stellen. Trotzdem sind die Beschäftigungsaussichten hoch und die Arbeitslosenquote niedrig – letztere wird aller Voraussicht nach auch weiterhin niedrig bleiben.

Diese Entwicklungen zeugen von der robusten Verfassung der Schweizer Wirtschaft und einer anhaltenden Inflationsdynamik, die nahe am Inflationsziel der SNB liegen dürfte. Zusätzliche Zinserhöhungen könnten der Wirtschaft in der aktuellen Lage mehr schaden als eine inflationsmindernde Wirkung entfalten, da insbesondere die Mehrrundeneffekte (Abbildung 3), die durch die Zinssteigerungen nun die Preissteigerung anfeuern, aus geldpolitischer Perspektive toleriert werden müssen.

Die Zinsswap-Kurve deutet momentan keinen weiteren Zinsschritt für dieses Jahr an und die kurvenförmige Struktur hat an Deutlichkeit zugenommen (Abbildung 4).

## Unsere Erwartung

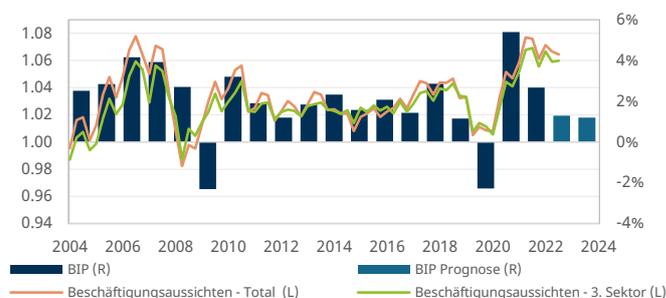
Wir gehen davon aus, dass es dieses Jahr keine weiteren Zinserhöhungen geben wird und sind überzeugt, dass die SNB die importierte Inflation durch die Stärkung des Schweizer Frankens weiterhin effektiv entgegensteuern wird. Die Prognose für die Swap-Kurve gestaltet sich momentan als komplex, wobei insbesondere das langfristige Segment anfällig für Schwankungen erscheint. Diese Volatilität dürfte primär durch unerwartete Inflationsschübe und durch globale Zinsentwicklungen beeinflusst werden.

Abbildung 1: Historische Zinsentwicklung seit 1974



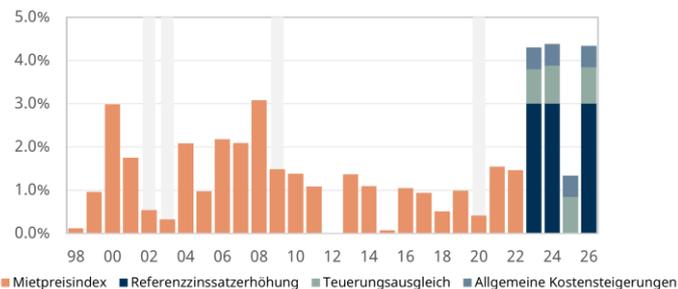
**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt die historische Zinsentwicklung in der Schweiz.  
 10Y: bis 31.01.1988 Durchschnittsrendite eidgenössischer Anleihen mit Restlaufzeit 5-12 Jahren / ab 01.02.1988 CHF 10-Jahres Swap-Satz gegen 6m Libor / ab 01.11.2021 CHF 10-Jahres Swap-Satz gegen SARON.  
 3M: bis 31.01.1988 3M Geldmarktsatz (Euromarktsatz) / ab 01.02.1988 CHF 3M Libor / ab 01.11.2021 3M Swap-Satz gegen SARON.  
**Quelle:** Daten von Bloomberg, Refinitiv Eikon, SNB, per 03.10.2023

Abbildung 2: Entwicklung BIP und Beschäftigungsaussichten



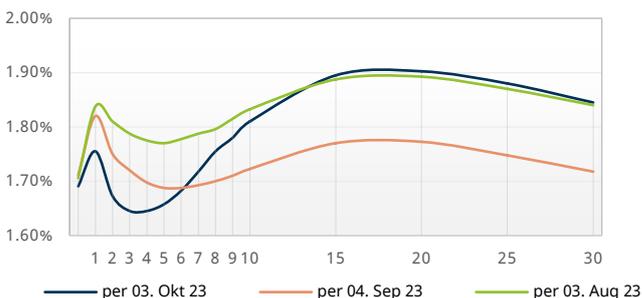
**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt die quartalsweise Entwicklung der Beschäftigungsaussichten. Ein Wert von 1.00 bedeutet, dass im nächsten Quartal eine Stagnation der Gesamtbeschäftigung erwartet wird. Bei Werten über 1.00 darf eine Zunahme der Gesamtbeschäftigtenzahl erwartet werden. Die Prognosen für das BIP-Wachstum basieren auf den Konjunkturprognosen des SECO vom 20.09.2023.  
**Quelle:** Daten von BFS, per 03.10.2023

Abbildung 3: Mehrrundeneffekte - Mietpreiserhöhung



**Bemerkung:** Die dargestellten Werte zeigen die jährlichen Wachstumsraten des Mietpreisindex. Für den Prognosezeitraum wird eine zweimalige Erhöhung des hypothekarischen Referenzzinssatzes und ein Teuerungsausgleich entsprechend der SNB-Inflationsprognose erwartet. Zudem wird eine jährliche allgemeine Kostensteigerung von 0.50% berücksichtigt. Mietpreissteigerungen durch Investitionen wurde nicht berücksichtigt. Graue Zonen kennzeichnen Jahre mit negativem realen BIP-Wachstum.  
**Quelle:** Daten von BFS, SNB, Refinitiv Eikon, 03.10.2023

Abbildung 4: 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, per 03.10.2023

# EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

September 2023

## Ausland

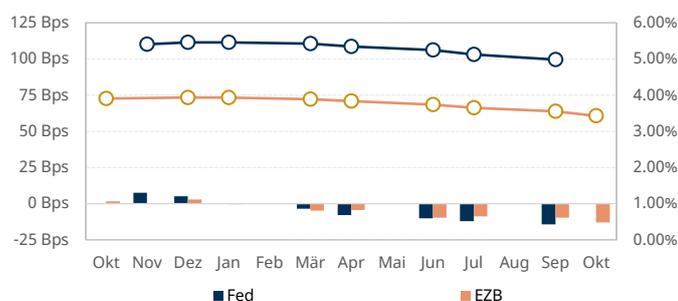
Die Botschaft hat sich endlich vollständig durchgesetzt: Die Zinsen bleiben für längere Zeit höher. Auch wenn die Zinspause der Fed im September weitgehend erwartet wurde, neigen Marktteilnehmer zunehmend zu dem Szenario, dass die Zinsen auf diesem hohen Stand verharren oder sogar weiter ansteigen werden, wobei die Inflation nicht mehr der alleinige Grund dafür ist.

Für die Sitzung am 31. Oktober steht eine Zinserhöhung um 25 Bps zur Debatte. Diese Möglichkeit wurde in jüngsten Treffen der Fed bereits angesprochen und könnte den letzten Zinsschritt für dieses Jahr markieren (Abbildung 5). Wegen der persistenten Kerninflation in Europa könnte die EZB, trotz Bedenken über eine mögliche Rezession, eine zusätzliche Erhöhung von 25 Bps in Betracht ziehen (Abbildung 6).

Die Phase der Zinserhöhungen erstreckt sich immer weiter und nach einer Epoche der Niedrig- und Negativzinsen etabliert sich ein hohes Zinsumfeld als neuer Standard. In Reaktion darauf passen sich sowohl die Markterwartungen als auch die Marktstrategien an. Dies führt insbesondere im Zinsmarkt zu einem Anstieg der mittel- bis langfristigen Zinsen (Abbildung 7).

Der Zinsanstieg kann nicht allein mit der Inflation erklärt werden. Trotz des jüngsten Anstiegs der Erdölpreise bleibt die langfristige Inflationserwartung bei nahezu 2.0%. Die neueste Zunahme der langfristigen Zinssätze, wie beispielsweise die 10-jährigen, ist hauptsächlich einem realen Zinsanstieg geschuldet (siehe Abbildung 8). Eine mögliche Ursache hierfür könnte das erhöhte Risiko aus der steigenden Verschuldung und den Zinskosten des US-Haushalts sowie ein Ungleichgewicht im Angebot und der Nachfrage von US-Staatsanleihen sein.

Abbildung 5: Marktimplizierte Leitzinsentwicklungen



**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 ab, in der eine geldpolitische Sitzung vorgesehen ist.  
**Quelle:** Daten von Refinitiv Eikon, per 03.10.2023

Abbildung 7: US-Zinsstrukturkurve



**Bemerkung:** Die Zinsstrukturkurven dienen als grafische Darstellung der zugrundeliegenden Zinsstruktur am amerikanischen Staatsanleihenmarkt. Die jeweiligen Anleihenrenditen per Stichtag zu den unterschiedlichen Laufzeiten (in Jahren) bilden gemeinsam die Zinsstrukturkurve.  
**Quelle:** Daten von Refinitiv Eikon, per 03.10.2023

Höhere Zinserwartungen, insbesondere in realen Werten, beeinflussen die Bewertungen und Renditeerwartungen sämtlicher Anlageklassen und potenzieren das Systemrisiko in spezifischen Sektoren. Ein Beispiel hierfür ist der kommerzielle US-Immobilienmarkt, wo Preisrückgänge, reale Mietpreisreduktionen und ein steigendes Volumen an Leerstand zu beobachten sind. Im Kontext kontinuierlich hoher oder sogar steigender Zinsen könnte die Refinanzierung bestehender Schulden für viele Marktteilnehmer zur Herausforderung werden.

Ein Anstieg der Renditen von US-Staatsanleihen würde nicht nur in den USA zu einem höheren Zinsniveau und Marktunruhen beitragen, sondern auch die Zinsen bei europäischen Emittenten in die Höhe treiben. Zudem könnte dies den Dollar stärken und somit die Inflation in anderen Ländern beschleunigen. Eine rasche Zinsentwicklung geht häufig mit einer Rezession einher, weshalb das Auftreten systemischer Risiken immer wahrscheinlicher wird.

## Unsere Erwartung

Wir gehen davon aus, dass sowohl die Fed als auch die EZB für dieses Jahr eine letzte Zinserhöhung ankündigen werden. Es ist von entscheidender Bedeutung, die Entwicklung der Zinsen, sowohl in nominalen als auch in realen Werten, kontinuierlich zu beobachten und die sensiblen Sektoren in Wirtschaft und Finanzen sorgfältig zu prüfen. Ein plausibles Szenario ist, dass die 10-jährigen Renditen von US-Staatsanleihen die 5,0%-Schwelle überschreiten könnten, was zu einem Anstieg der Volatilität auf den weltweiten Märkten führen würde.

Abbildung 6: Inflationsentwicklung Europa



**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt den Zinssatz für die Einlagefazilität der EZB, den Konsumentenpreisindex (CPI) sowie die Kerninflationsrate.  
**Quelle:** Daten von Refinitiv Eikon, per 03.10.2023

Abbildung 8: Entwicklung der 10-jährigen US-Anleihenrendite



**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt die Entwicklung der 10-jährigen amerikanischen Anleihenrendite - nominal sowie real - und die 10-jährige Break-Even Inflationserwartung, die als marktimplizierte langfristige Inflationserwartung interpretiert werden kann.  
**Quelle:** Daten von Fred, per 03.10.2023

# EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

September 2023

## 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: 04. Oktober 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.