

# EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

Februar 2023

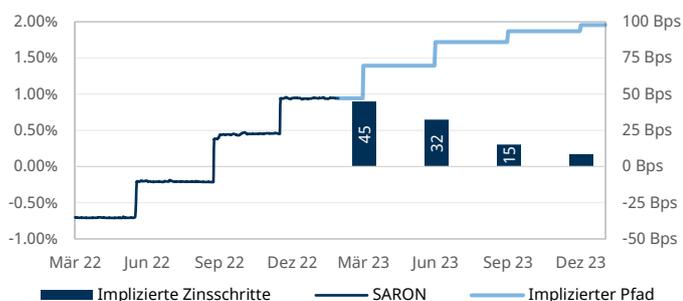
## Schweiz

Die Inflationsdaten für den Januar 2023 lassen den Himmel über dem Schweizer Zinsmarkt zunehmend düster erscheinen. Infolgedessen hat sich die Zinsswap-Kurve erheblich abgeflacht, während die Volatilität am längeren Ende der Kurve weiterhin eine Herausforderung darstellt.

Die aktuellen Daten deuten auf keine signifikanten Preisrückgänge in den verschiedenen Segmenten hin (siehe Abbildung 2). Stattdessen lässt sich eine immer stärker werdende Einbettung der Inflation beobachten, die allmählich Mehrrundeneffekte hervorruft. Obwohl der Anstieg der Strompreise zu erwarten war, zeigt beispielsweise der ungewöhnlich hohe Preisanstieg bei Lebensmitteln, dass Unternehmen bereit sind, höhere Preisaufschläge auf die Verbraucher abzuwälzen. Ausserdem ist es nur eine Frage der Zeit, bis Anpassungen des Referenzzinssatzes die Bestandsmieten erhöhen und letztendlich den Preisdruck verschärfen. Diese Umstände sprechen dafür, dass sich die Inflation von der Erwartung der SNB langsam entkoppelt.

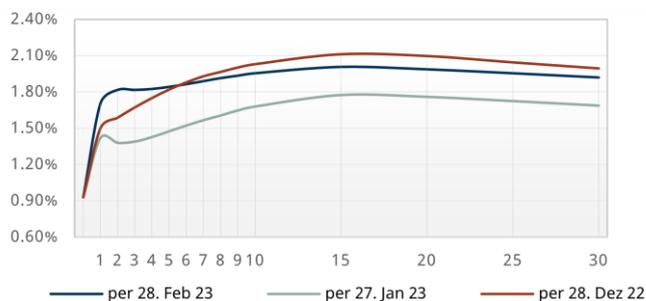
Schlussfolgernd besteht deshalb weiterer Handlungsbedarf seitens der SNB. Der Markt pflichtet dem bei und hebt die Erwartungen für die nächsten Zinsschritte deutlich an. Die Swapsätze indizieren für die Sitzung im März einen klaren Zinsschritt um 50 Bps und preisen für den darauffolgenden Entscheid im Juni eine Anhebung um mindestens 25 Bps ein. Zudem ist aus Marktsicht ein weiterer Zinsschritt in der zweiten Jahreshälfte nicht auszuschliessen, da der Markt für das Jahresende einen SARON-Satz von über 1.9% erwartet (Abbildung 1). Diese neue Markthaltung zeichnet sich durch eine bärische Abflachung am kürzeren und mittleren Kurvenssegment aus (Abbildung 3).

Abbildung 1: 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 28.02.2023

Abbildung 3: Zinsstrukturkurve – Swapssätze



**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 28.02.2023

Infolge der herrschenden makroökonomischen Unsicherheiten verhält sich das lange Ende der Kurve weiterhin volatil, bewegt sich jedoch seit längerer Zeit in einer gewissen Bandbreite. Diese Volatilität betrifft insbesondere den Hypothekarmarkt, dessen Zinssätze für neue Kredite seit Mitte 2022 von extremen Schwankungen betroffen sind (Abbildung 4).

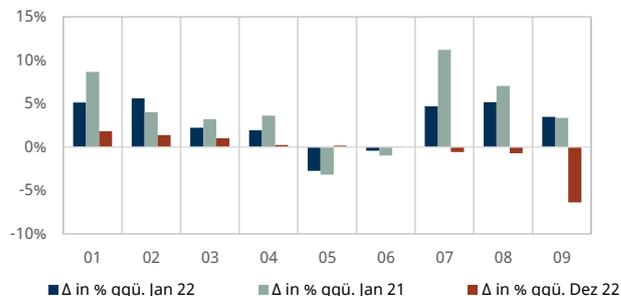
Der Schweizer Franken ist nach wie vor ein wichtiger Bestandteil der geldpolitischen Werkzeugkiste der SNB. Ihre Bereitschaft, am Devisenmarkt zu operieren und dem Schweizer Franken gegebenenfalls Rückwind zu gewähren, wurde diesen Monat erneut durch Aussagen der SNB bekräftigt.

## Unsere Erwartungen

Ein Zinsgipfel ist nicht mehr in Sichtweite. Die Inflation nistet sich verstärkt als längerfristiger Faktor in die Preisentscheidung mit ein. Ausgehend von der Datengrundlage revidieren wir unsere Prognose für die kommenden beiden Sitzungen von je 25 Bps auf neu 50 Bps je Sitzung.

Den aktuellen Zinskurvenverlauf werten wir als besorgniserregend. Den Übergang von einem gewölbten Zinskurvenverlauf (Abbildung 3: Kurve per 27. Jan 23) zu einer abgeflachten Zinskurve, wie wir sie momentan beobachten können, spricht unseres Erachtens dafür, dass der Markt eine Zinswende in den nächsten Jahren ausschliesst bzw. die Inflationsproblematik tatsächlich als langfristig einstuft. Sollte die Datengrundlage trotz weiteren Leitzinsanhebungen nach wie vor kein Anzeichen auf deflationäre Effekte geben, wäre es denkbar, dass sich die Zinskurve in einem neuen Anstiegszyklus deutlich nach oben bewegt. Dies würde implizieren, dass auch die Zinssätze für mittlere und langfristige Laufzeiten neue Höchststände erreichen würden.

Abbildung 2: Landesindex für Konsumentenpreise (LIK) – einzelne Segmente



**Bemerkung:** (01) Wohnen und Energie, (02) Nahrungsmittel und alkoholfreie Getränke, (03) Alkoholische Getränke und Tabak, (04) Freizeit und Kultur, (05) Nachrichtenübermittlung, (06) Gesundheitspflege, (07) Verkehr, (08) Hausrat und Haushaltsführung und (09) Bekleidung und Schuhe. Die negative Preisentwicklung bei dem Segment «Bekleidung und Schuhe» ist mehrheitlich auf saisonale Effekte zurückzuführen und darf daher nicht als signifikant eingestuft werden.  
**Quelle:** Daten von Bundesamt für Statistik, per 28.02.2023

Abbildung 4: Zinssätze Hypothekarkredite mit Laufzeit über 7 bis 10 Jahre



**Bemerkung:** Die Grafik basiert auf den Erhebungen der SNB. Erfasst werden die festen Sätze für grundpfandgesicherte Kredite zur Finanzierung von Immobilien im Inland. Abgebildet werden die Anzahl neuer Kreditabschlüsse und die Median-Werte sowie die 25%- und 75%-Quantile der Zinssätze.  
**Quelle:** Daten von SNB, per 28.02.2023

# EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

Februar 2023

## Ausland

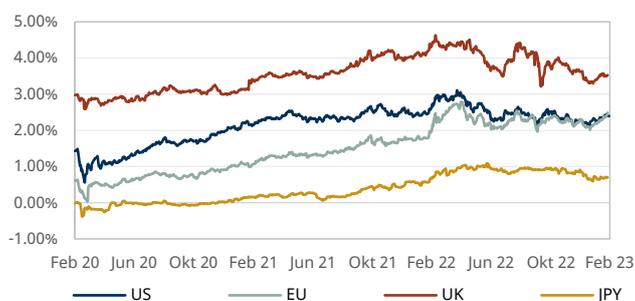
Im Januar 2023 verzeichnete die Inflation in den USA den stärksten monatlichen Anstieg seit Juni 2022, während gleichzeitig ein nach wie vor starker Arbeitsmarkt die Hoffnung auf eine mögliche Weichlandung nährt. Währenddessen gewinnt die Inflationsdynamik in der EU an Fahrt und treibt die Anleiherenditen von manchen Mitgliedsstaaten auf neue Höchststände.

Der US-Arbeitsmarktbericht für Januar 2023 zeigt trotz Entlassungen im Tech-Sektor ein stärker als erwartetes Beschäftigungswachstum. Die Arbeitslosenrate erreicht einen neuen Tiefstand und untermauert eine starke Wirtschaftsaktivität. Obwohl dies erfreuliche Nachrichten sind, schlägt das zeitgleich die Erwartungen einer bevorstehenden Zinswende in den Wind.

Denn Mehrrundeneffekte und eine allmählich stattfindende Entankerung der Inflationserwartungen gefährden den Abwärtstrend in der Inflationsdynamik (Abbildung 5). Entsprechend geht der Markt von mehreren Zinserhöhungen von je 25 Bps für dieses Jahr aus (Abbildung 6). Diese Erwartung deckt sich auch mit dem Konsens der Fed-Behörden, wie aus dem Sitzungsprotokoll der letzten Fed-Sitzung im Januar hervorgeht. Der Zinsgipfel rückt somit weiter in die Ferne.

Dass die Abkühlung in der Inflationsrate in den letzten Monaten doch nur von kurzer Dauer sein kann, ist in den europäischen Ländern beobachtbar. Als Reaktion klettern die Renditen von Staatsanleihen weiter in die Höhe, wobei insbesondere die Renditen deutscher und französischer Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren auf über 2.6% bzw. 3.1% klettern und ein neues Hoch erreichen (Abbildung 7).

Abbildung 5: 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 28.02.2023

Abbildung 7: 10-Jährige Anleiherenditen von EU-Mitgliedstaatsanleihen



**Bemerkung:** Die Abbildung bildet die Anleiherenditen von 10-jährigen Staatsanleihen von gewissen europäischen Mitgliedstaaten.  
**Quelle:** Daten von Refinitiv Eikon, per 28.02.2023

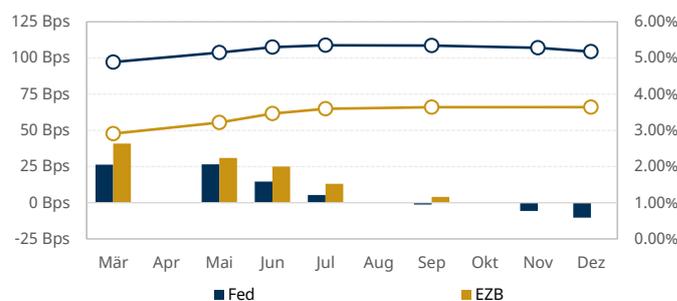
Die EZB ist daher gezwungen, auf ihrem bisherigen geldpolitischen Pfad zu bleiben und den Leitzins weiter anzuheben. Übereinstimmend mit der Markterwartung (Abbildung 6) wurde bereits in der letzten Sitzung vom Februar für die kommende Sitzung im März ein Zinsschritt um 50 Bps signalisiert.

## Unsere Erwartungen

Die Inflationsproblematik spitzt sich wieder zu. Während einige europäische Regionen neue Höchststände erreichen, besteht in anderen Regionen die Gefahr einer Wiederaufnahme der Teuerungsgeschwindigkeit. Aus diesem Grund erwarten wir in den nächsten Sitzungen der Fed und der EZB eine Erhöhung um 25 bzw. 50 Bps und prognostizieren weitere ähnlich hohe Erhöhungen in den folgenden Sitzungen.

Um den Zeitpunkt des Zinsgipfels und einer Zinswende zu bestimmen, kann es von Nutzen sein, einen Rückblick auf die historische Entwicklung zu werfen (Abbildung 8). Als die Fed in den 1970er Jahren zu früh eine Zinswende einleitete, führte dies zu einer Eskalation der Inflation, die in den 1980er Jahren hohe zweistellige Werte erreichte. Als Reaktion darauf erhöhte die Fed den Leitzins erheblich und hielt ihn für eine längere Zeit über der Inflationsrate. Aus diesen Erfahrungen lassen sich zwei Schlussfolgerungen ziehen: Erstens müssen die Zinsen auch bei rückläufiger Inflation für einen längeren Zeitraum auf einem hohen Niveau bleiben. Zweitens muss der Leitzins über der Inflationsrate liegen, bevor eine Zinswende in Erwägung gezogen werden kann. Wir sind der Überzeugung, dass sich die aktuelle Situation für sowohl die Fed als auch die EZB in einem ähnlichen Szenario abspielen wird.

Abbildung 6: 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 28.02.2023

Abbildung 8: Inflation (PCE-Index) vs. Federal Funds Rate



**Bemerkung:** Die Abbildung zeigt den effektiven Federal Funds Rate und den Preisindex für persönliche Konsumausgaben (PCE-Index). Der PCE-Index ist ein Mass für die Preise, die die in den USA lebenden Menschen oder diejenigen, die für sie einkaufen, für Waren und Dienstleistungen zahlen.  
**Quelle:** Daten von FRED, per 28.02.2023

# EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

Februar 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: 28. Februar 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.