

EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

Januar 2023

Einleitung

Die Weltwirtschaft befindet sich derzeit in einer Phase des Wandels, die von hohen Unsicherheiten und Volatilität geprägt ist. Die Auswirkungen der Pandemie haben zu Produktionsengpässen und Veränderungen im Konsumverhalten geführt, welche die Herausforderungen der anhaltenden Inflation und wirtschaftlichen Instabilität noch verschärft haben. Dazu kommt der anhaltende Konflikt zwischen Russland und der Ukraine, der zur Verschärfung der Angebotsknappheit beiträgt.

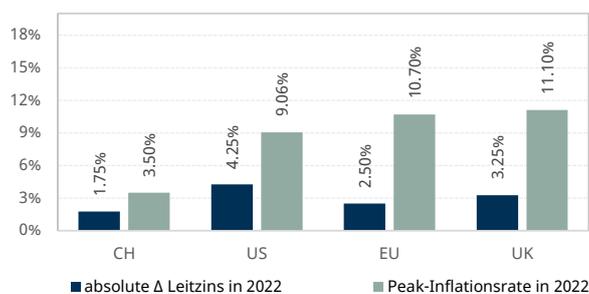
Da diese Herausforderungen die Wirtschaft beeinflussen, hat sich die Nachfrage von dem Angebot entfernt, das die Volkswirtschaften produzieren können, ohne Preisdruck zu erzeugen. Das bedeutet, dass die Geldpolitik vor einem schwierig zu lösenden Dilemma steht: Entweder muss sie ein angebotsgetriebenes Inflationsumfeld tolerieren oder die Nachfrage durch eine restriktive Geldpolitik unterdrücken, was möglicherweise zu einer Rezession führen kann.

Um Ihnen ein besseres Verständnis für die geldpolitische Situation zu bieten und eine fundierte Grundlage für Ihre Entscheidungen zu schaffen, präsentieren wir Ihnen zum Jahresbeginn unsere exklusive und ausführliche Analyse der Geldpolitik.

Schweiz

Es ist offensichtlich, dass die Inflation in der Schweiz niedriger ist als in vergleichbaren Regionen. Allerdings ist die Schweiz nicht an hohe Inflation gewöhnt, was dazu führte, dass die SNB im vergangenen Jahr gezwungen war, geldpolitisch mit der gleichen Härte vorzugehen wie ihre Pendanten in anderen Ländern.

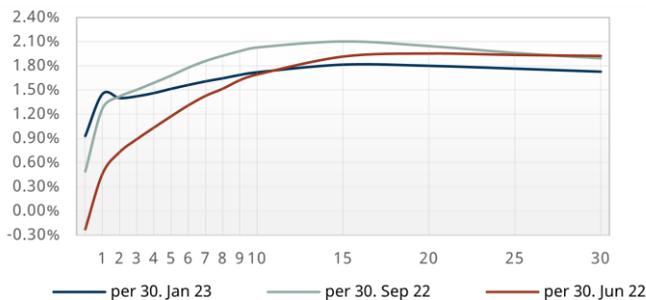
Abbildung 1: Verhältnis Zinserhöhungen 2022 vs. Peak-Inflationsrate



Bemerkung: Der SARON basiert auf Tages-Transaktionen am Schweizer Repo-Markt und ist jeweils per Ende der Betrachtungsperiode bekannt. Zusätzlich zum SARON sind in der Abbildung die historische Entwicklung der Swapsätze mit den Laufzeiten 3, 6 und 12 Monaten enthalten.

Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 30.01.2023

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 30.01.2023

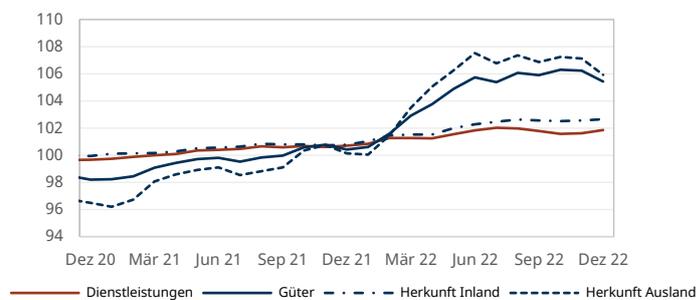
Tatsächlich hat die SNB eine aggressivere Position eingenommen, was sich an dem Verhältnis der Höchstinflationsrate des vergangenen Jahres zur absoluten Leitzinsveränderung desselben Jahres zeigt (Abbildung 1).

Neben restriktiven Finanzbedingungen war die aggressive Haltung der SNB notwendig, um die Attraktivität des Schweizer Francs zu erhöhen. Durch die Aufwertung der heimischen Währung konnte die SNB ein wichtiges Instrument im Kampf gegen die Inflation nutzen – insbesondere gegen die importierte Teuerung, die einen grossen Anteil der Inflation ausmacht (Abbildung 2). Daher war es aus geldpolitischer Sicht sinnvoll, eine Aufwertung der eigenen Währung in Kauf zu nehmen, um die importierte Inflation zu bekämpfen, anstatt durch noch restriktivere Geldpolitik die Nachfrage im eigenen Land zu beeinträchtigen und die Wirtschaftsaktivität zu gefährden.

Obwohl die Aufwertung des Schweizer Francs als wirksames Instrument zur Bekämpfung der Inflation angesehen wird, stellt sie lediglich eine kurzfristige Lösung dar. Eine anhaltende Inflationsdynamik kann jedoch zu einer Divergenz zwischen den Erwartungen der Wirtschaftsakteure und den Erwartungen der SNB führen, was die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik beeinträchtigen kann. Um dies zu verhindern, waren bisher graduelle und aggressive Anpassungen der Finanzierungskonditionen erforderlich, um die Inflation unter Kontrolle zu bringen und die Entschlossenheit der SNB im Kampf gegen die Inflation deutlich zu signalisieren.

Die Zinsstrukturkurven (Abbildungen 3 und 4), die in den letzten Monaten eine langsame Abflachung aufweisen, unterstützen die Glaubwürdigkeit und den bisherigen Erfolg der SNB. Am kurzen Ende steigen die Zinsen sowohl aufgrund von bereits vorgenommenen Anhebungen als auch aufgrund von erwarteten zukünftigen Erhöhungen, wie die aktuelle Zinsstrukturkurve am Swapmarkt (Abbildung 3) nahelegt. Am langen Ende hinge-

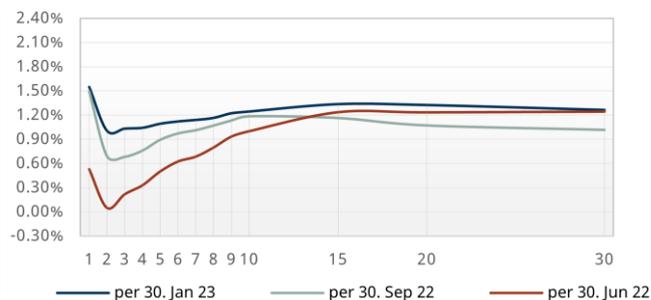
Abbildung 2: Konsumentenpreisindizes



Bemerkung: Beiträge zur Vorjahresveränderung der Konsumentenpreise in der Schweiz unterteilt nach Dienstleistungen und Gütern. Zusätzlich werden die Güter unterteilt nach ihrer Herkunft.

Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 30.01.2023

Abbildung 4: Zinsstrukturkurve - Bundesobligationen



Bemerkung: Die Zinskurven dienen als grafische Darstellung der zugrundeliegenden Zinsstruktur am Schweizer Obligationenmarkt. Die jeweiligen Anleiherenditen per Stichtag zu den unterschiedlichen Laufzeiten (in Jahren) bilden gemeinsam die Zinskurve.

Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 30.01.2023

EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

Januar 2023

gen kann eine Senkung aufgrund der Reduktion von Unsicherheit, erwarteter Inflation und Wirtschaftswachstum festgestellt werden. Dies wird auch durch die reduzierten implizierten Zinsvolatilitäten bestätigt, die auf eine Eliminierung von Unsicherheit hinweisen (Abbildung 5).

Die hohe Unsicherheit, die im letzten Jahr dominierte, hat nicht nur zu steigenden Zinsen, sondern auch zu einer Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen am Kreditmarkt geführt. Dies wird unter anderem durch die Anstiege der Swap-Spreads (Abbildung 6) deutlich gemacht. Der Swap-Spread kann indikativ für die Finanzierungsbedingungen am Swapmarkt sein. Zudem refinanzieren sich Banken am Swap-Markt und geben den Aufschlag des Swap-Spreads nebst der Kreditmarge an Kreditnehmende weiter [siehe: *Zinsabsicherung für Kreditnehmende*]. Dies hatte Auswirkungen auf den Hypothekenmarkt in Form von einer Kombination aus hohen Zinsen und starker Volatilität (Abbildung 7) sowie einer Verringerung der Kreditabschlüsse aufgrund der herrschenden Unsicherheit [siehe: *Bieten Immobilien einen Inflationsschutz?*].

Aktuell scheint sich die Lage auf dem Kreditmarkt wieder zu stabilisieren. Insbesondere die Swap-Spreads haben deutlich abgenommen und die implizierte Volatilität ist auf ein niedriges Niveau gesunken. Durch die Abflachung der Zinsstrukturkurve fallen die Term-Premia ebenfalls deutlich niedriger aus. Alle diese Faktoren deuten darauf hin, dass sich die Konditionen für langfristige Kredite in den vergangenen Monaten verbessert haben.

SARON-Hypothekarkredite hingegen sollten sich auf weitere Zinserhöhungen vorbereiten. Der Markt preist aktuell eine Erhöhung zwischen 25 und 50 Bps ein und impliziert einen maximalen SARON-Satz von etwa 1.55% in der zweiten Hälfte des Jahres (Abbildung 8).

Unsere Erwartungen

Wir prognostizieren, dass die Inflation in der Schweiz in den kommenden Monaten abnehmen wird. Es ist denkbar, dass die Inflation sogar unter dem Ziel der SNB liegen wird, allerdings wird dieser Rückgang nicht signifikant ausfallen. Es wird eine Herausforderung sein, die Inflation auf das Niveau vor der Pandemie zurückzuführen. Um dies zu erreichen, ist es erforderlich, längerfristig eine restriktive Geldpolitik beizubehalten und weiterhin entsprechende Anpassungen vorzunehmen. Aus diesem Grund gehen wir davon aus, dass die SNB in ihrer kommenden Sitzung im März eine Zinsanhebung von mindestens 25 Bps beschliessen wird. Eine Anhebung um 50 Bps steht ebenfalls zur Debatte, jedoch schliessen wir eine Anhebung um 75 Bps aus. Insgesamt erwarten wir, dass die SNB im ersten Halbjahr dieses Jahres den Leitzins um 50 Bps anheben wird.

Danach erwarten wir nicht, dass es in den kommenden Sitzungen zu bedeutenden Zinsänderungen kommen wird. Die entscheidende Frage lautet, wie lange die restriktive Geldpolitik aufrechterhalten werden wird. Eine Kehrtwende im Hinblick auf die Zinsen schliessen wir für das aktuelle Jahr jedoch vorläufig aus.

Abbildung 5: Implizierte Zinsvolatilität



Bemerkung: Die erwartete Zinsvolatilität für den 1-jährigen Swapsatz bzw. für den 10-jährigen Swapsatz werden aus den jeweiligen OTC Swaptions impliziert, die in den nächsten zwölf Monaten auslaufen.
Quelle: Daten von Bloomberg, per 30.01.2023

Abbildung 6: Swap-Spread



Bemerkung: Der Swap-Spread berechnet sich als die Differenz zwischen dem Swapsatz und der Anleihenrendite für Bundesobligationen mit gleicher Laufzeit und ist indikativ für die Risikoprämie am Swapmarkt.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 30.01.2023

Abbildung 7: 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 30.01.2023

Abbildung 8: Marktimplizierte Entwicklung SARON



Bemerkung: Die Grafik bildet die marktimplizierte Entwicklung für den SARON-Satz 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 30.01.2023

EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

Januar 2023

USA

Die Fed hatte die Inflation, die durch den negativen Angebotsschock aufgrund der Pandemie ausgelöst wurde, lange Zeit als vorübergehend betrachtet. Ein negativer Angebotsschock führt in der Regel zu einem einmaligen Anstieg der Preise, der nicht zu einer Teuerungsspirale führt. Aus diesem Grund hatte die Fed ursprünglich angenommen, dass das Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage mit der Wiedereröffnung der Wirtschaft und der Rückkehr zur Normalität wiederhergestellt werden würde.

Doch als die Teuerungsrate gegen Ende 2021 einen Wert von 7% erreichte, erklärte die Fed, dass die Inflation nicht mehr als vorübergehend angesehen werden kann. Dies liegt daran, dass die Pandemie zu einer strukturellen Veränderung des Konsumverhaltens und des Arbeitsmarktes geführt hat, die sich mit der Wiedereröffnung der Wirtschaft nicht normalisiert, sondern sogar verschlimmert haben.

Es ist erkennbar, dass sich der private Konsum während der Pandemie stark von Dienstleistungen hin zu Gütern verlagert hat. Diese Verlagerung hat sich nach der Pandemie sogar noch weiter verstärkt (Abbildung 9). Die erhöhte Nachfrage nach Gütern in einem Umfeld von Versorgungsengpässen hat zum einen zur Inflation beigetragen. Auf der anderen Seite hat sich die Erwerbsquote seit der Pandemie nicht erholt, während das Angebot an offenen Stellen deutlich gestiegen ist (Abbildung 10). Dies führt zu einem Fachkräftemangel und somit zu einem erhöhten Lohn- und Preisdruck, was ebenfalls die Inflation begünstigt. Hinzu kommt noch der Ukraine-Krieg, der zu einer neuen globalen Kartierung der Energieversorgung führt, sowie das Alterungsproblem, das ebenfalls das Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage auch mittel- bis langfristig verschärft.

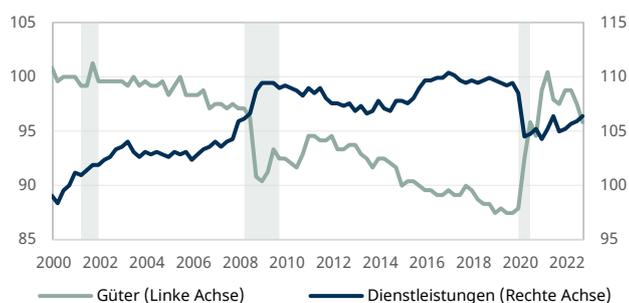
Die Fed hatte im Jahr 2022 Massnahmen ergriffen, indem sie den Leitzins um 4.25% erhöhte, um die Nachfrage zu dämpfen und den strukturellen Veränderungen entgegenzuwirken. Obwohl geldpolitische Massnahmen in der Regel verzögert auf die reale Wirtschaft wirken, war trotz einer Serie von Jumbo-Zinsschritten lange Zeit keine Wende beim Inflationswachstum festzustellen. Die Inflation verhielt sich entgegen den Erwartungen der meisten Ökonomen hartnäckig, jedoch hat sie in den letzten Monaten allmählich nachgelassen (Abbildung 11).

Die Fed beobachtet engmaschig die Entwicklung am Arbeitsmarkt und wird von einer Zinswende absehen, solange dieser weiterhin in einem Ungleichgewicht ist. Vermehrte Massenentlassungen in bestimmten Branchen, wie beispielsweise im Tech-Sektor, geben starke Anzeichen auf eine Entweichung am Arbeitsmarkt, weshalb der Markt aktuell eine Erhöhung um maximal 25 Bps für die nächste Sitzung einpreist (Abbildung 12).

Unsere Erwartungen

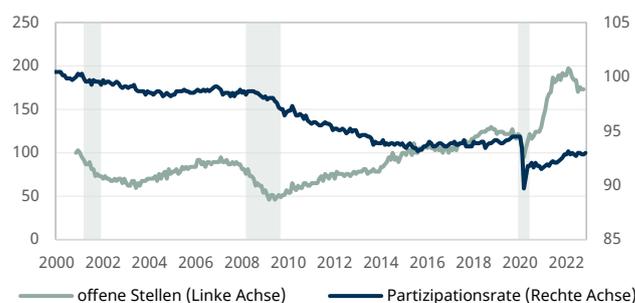
Es ist zu erwarten, dass die Inflationsrate zwar zurückgehen wird, jedoch in den kommenden Jahren höher sein wird als das angestrebte Ziel von 2.0%. Die Fed wird, aufgrund des starken Missverhältnisses zwischen Angebot und Nachfrage, eine flexiblere Haltung gegenüber der Inflation einnehmen müssen. Eine solche Haltung minimiert den wirtschaftlichen Schaden, der entstehen würde, wenn die Fed weiterhin versucht, die Inflation schnellstmöglichst zurück in das Zielband zu bringen. Der Leitzins wird daher nicht drastisch erhöht werden, sondern die Fed wird eine länger anhaltende restriktive Geldpolitik führen, um die Inflation mittel- bis langfristig zurück in den Zielbereich zu bringen. Daher erwarten wir, dass der Leitzins Mitte des Jahres seinen Höchststand bei 5.00% erreichen wird.

Abbildung 9: Verlagerung des privaten Konsums auf Güter



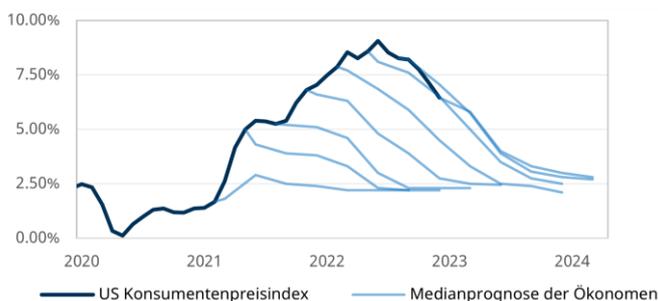
Bemerkung: Die Abbildung zeigt die Anteile des persönlichen Konsumausgaben am Bruttoinlandsprodukt in den USA und unterteilt diese in Güter und Dienstleistungen (Index 01.12.2000 = 100). Die schattierten Bereiche zeigen die Rezessionen in den USA.
Quelle: Daten von FRED, per 30.01.2023

Abbildung 10: Ungleichgewicht am US-Arbeitsmarkt



Bemerkung: Die Abbildung zeigt die Arbeitsmarktsituation in den USA (Index 01.12.2000 = 100). Die schattierten Bereiche zeigen die Rezessionen in den USA.
Quelle: Daten von FRED, per 30.01.2023

Abbildung 11: US-Inflation und Prognosewerte



Bemerkung: Die Grafik zeigt die Entwicklung des US-Konsumentenpreisindexes sowie der Medianwerte der Ökonomenprognosen zum jeweiligen Zeitpunkt.
Quelle: Daten von Bloomberg, per 30.01.2023

Abbildung 12: Marktimplizierte Leitzinsentwicklung



Bemerkung: Die Grafik bildet die marktimplizierte Entwicklung für den Leitzins der Fed ab (rechte Achse). Diese wird von Fed Funds Futures hergeleitet. Die linke Achse bildet die implizierte Zinsanpassungen in Bps im jeweiligen Monat ab, in der eine geldpolitische Sitzung vorgesehen ist.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 30.01.2023

EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

Januar 2023

EU

Die Inflation in Europa bleibt aufgrund der direkten Auswirkungen der Energiesituation erhöht. Dies stellt eine grosse Herausforderung für die Europäische Union dar und hatte letztes Jahr einen erheblichen negativen Einfluss auf den Wert der Europäischen Währung, was die Inflation weiter befeuerte (Abbildung 13).

Die EZB hat bei den Zinsanpassungen trotz zweistelligen Inflationsraten eine verhältnismässig moderate Haltung eingenommen (Abbildung 1). Dies ist auf die unterschiedlichen wirtschaftlichen Bedingungen in den Mitgliedsstaaten zurückzuführen, die eine einheitliche Geldpolitik erschweren. Um das Risiko einer Rezession in einigen Ländern zu vermeiden, hat die EZB die Inflation tolerieren und das Zinsniveau angemessen regulieren müssen. Dieses Risiko wurde unter anderem durch die starken Unterschiede in den Yield-Spreads im vergangenen Jahr verdeutlicht (Abbildung 14). Zur Bekämpfung dieser Divergenz und zur Unterstützung einer einheitlichen Geldpolitik genehmigte die EZB Mitte 2022 sogar ein geldpolitisches Instrument zur Absicherung der geldpolitischen Transmission (TPI).

Das verlangsamte Zinstempo verschärft die Inflationsproblematik, aber positive Wirtschaftsindikatoren wie ein stabiler Arbeitsmarkt und Wirtschaftstätigkeit in bestimmten Regionen deuten darauf hin, dass die EZB mehr Spielraum hat, die Inflation durch Zinsanhebungen zu bekämpfen. Dies verbessert die Aussicht einerseits auf die Inflationsproblematik (Abbildung 15) und andererseits auf eine Vermeidung einer Rezession, was zu einem stärkeren Euro und einer Konvergenz der Anleiherenditen der Mitgliedsstaaten geführt hat. Ebenfalls revidieren viele Ökonomen ihre

Aussichten für eine Rezession im europäischen Raum und evaluieren diese als vermeidbar.

Der Markt preist aktuell eine Erhöhung um etwa 41 Bps ein (Abbildung 16). Somit ist eine Erhöhung um 50 Bps nicht auszuschliessen und wird auch von den meisten Ökonomen erwartet. Zudem deutet die Swapkurve darauf hin, dass in den darauffolgenden Sitzungen mit mindestens 25 Bps Erhöhungen zu rechnen ist, wobei der Markt einen Höchstwert von etwa 3.30% für den Einlagenfazilitätszinssatz impliziert.

Unsere Erwartungen

Wir erwarten, dass sich die Inflation in den nächsten Monaten weiter abkühlen wird. Jedoch wird sie in den kommenden Jahren weiterhin erhöht und somit über dem Inflationsziel der EZB bleiben. Die EZB muss aufgrund der wirtschaftlichen Unterschiede unter den Mitgliedstaaten vorsichtig sein und darf nicht das Risiko einer Beeinträchtigung der Wirtschaftstätigkeit durch zusätzliche massive Zinserhöhungen eingehen. Stattdessen wird sie eine restriktivere Geldpolitik durch eine Reihe von Zinsschritten in Höhe von 25 bis 50 Bsp umsetzen, bis sich die Energiesituation weiter stabilisiert hat. Für die kommende Sitzung erwarten wir eine Erhöhung um 50 Bps.

Abbildung 13: Euro Currency Index



Bemerkung: Der Euro Currency Index stellt das arithmetische Verhältnis von vier wichtigen Währungen zum Euro dar: dem amerikanischen Dollar, dem britischen Pfund, dem japanischen Yen und dem Schweizer Franken.

Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 30.01.2023

Abbildung 14: Yield Spreads



Bemerkung: Die Abbildung zeigt die Anleiherenditedifferenzen von 10-jährigen Staatsanleihen von gewissen europäischen Mitgliedstaaten gegenüber der Anleiherendite von deutschen Staatsanleihen.

Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 30.01.2023

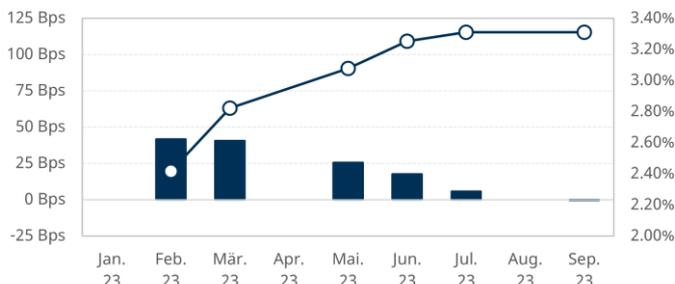
Abbildung 15: Marktimplizierte Inflationserwartungen



Bemerkung: Die Abbildung beinhaltet die historische Entwicklung der Breakeven-Inflationsraten (BEIR) für Deutschland. Die BEIR wird als die Renditedifferenz von deutschen Staatsanleihen und inflationsindexierten Anleihen (ILB) mit gleichen Laufzeiten definiert.

Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 30.01.2023

Abbildung 16: Marktimplizierte Leitzinsentwicklung



Bemerkung: Die Grafik bildet die marktimplizierte Entwicklung für den Leitzins der EZB ab (rechte Achse). Diese wird von Overnight Index Swaps hergeleitet. Die linke Achse bildet die implizierte Zinsanpassungen (in Basispunkten) im jeweiligen Monat, in dem eine geldpolitische Sitzung vorgesehen ist.

Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, per 30.01.2023

EINSCHÄTZUNG ZINSMARKT

Januar 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. Januar 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.