

Schweiz

Die SNB hat den Leitzins zum fünften Mal in Folge gesenkt – von 0.50% auf neu 0.25%. Sie führt den Entscheid auf den weiter nachlassenden Inflationsdruck sowie auf aktuell überwiegende wirtschaftliche Abwärtsrisiken zurück. Der Zinsschritt trägt damit präventive Züge.

Die Zinskurvenstruktur hat sich nach langer Zeit wieder normalisiert und weist entlang der Kurve eine positive Steigung auf (Abbildung 1). Während die Zinsen am kurzen Ende infolge der Leitzinssenkung tiefer liegen, sind sie am langen Ende angestiegen – primär aufgrund des gleichzeitigen Renditeanstiegs deutscher Staatsanleihen, ausgelöst durch die Wende in der deutschen Haushaltspolitik. Mit der bevorstehenden expansiven Fiskalpolitik aus Deutschland und dem europäischen Raum verbessern sich auch die Konjunkturaussichten. Davon dürfte auch die Schweizer Wirtschaft profitieren – durch höhere Nachfrage und zusätzliches Wachstumspotenzial. Diese Erwartung spiegelt sich auch in der Zinskurve wider.

Trotz dieses potenziellen Stimulus erwartet die SNB einen nachlassenden Inflationsdruck, weshalb die neue Inflationsprognose vom März trotz der erfolgten Leitzinssenkung nur marginal über jener vom Dezember liegt (Abbildung 2). In den kommenden Monaten dürfte die Inflation weiter sinken, denn derzeit sind keine wesentlichen Inflationstreiber auszumachen. Zwar deuten Umfrageergebnisse darauf hin, dass in einzelnen Branchen wie dem Gastgewerbe die Preise erhöht bleiben dürften, in anderen – etwa im Detailhandel – zeigt die Tendenz hingegen eher in Richtung sinkender Preise.

Die Frage, wie sich die Geldpolitik im weiteren Jahresverlauf entwickeln wird und ob eine weitere Leitzinssenkung erfolgt, hängt derzeit wesentlich von den globalen Entwicklungen ab.

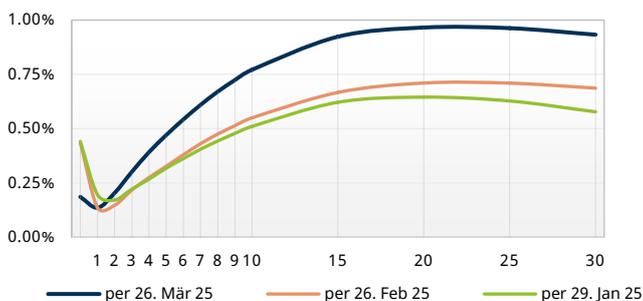
Spitzt sich die Lage rund um Zölle und Handelsbarrieren zu, dürfte auch die Schweizer Wirtschaft unter einer schwächeren Nachfrage in den wichtigsten Absatzmärkten leiden. Gleichzeitig geriete der Franken in einem solchen Umfeld unter Aufwertungsdruck, was die Preisstabilität zusätzlich belasten würde. In einem solchen Szenario (Abbildung 3, Negativszenario) verlöre die Konjunktur deutlich an Schwung – und weitere Leitzinssenkungen, auch in den negativen Bereich, wären sehr wahrscheinlich.

Sollte sich die Lage hingegen nicht weiter verschärfen und ein Handelskrieg ausbleiben, rechnet das SECO im Basisszenario mit einem gegenüber der letzten Prognose leicht tieferen und insgesamt weiterhin unterdurchschnittlichen Wachstum. Kommt darüber hinaus die expansive Fiskalpolitik in Deutschland und Europa im gewünschten Umfang und ohne grössere Verzögerungen zur Umsetzung, könnte bereits 2025 – spätestens aber 2026 – ein spürbarer Wachstumsschub einsetzen (Abbildung 3, Positivszenario). In einem solchen Szenario würde der Franken gegenüber dem Euro abwerten und die Deflationsrisiken in der Schweiz wären dadurch deutlich geringer, weshalb Leitzinssenkungen sehr unwahrscheinlich wären.

Unsere Erwartung

Derzeit überwiegen die negativen Risiken gegenüber den positiven. Dennoch preist der Zinsmarkt aktuell nur eine geringe Wahrscheinlichkeit für eine weitere Zinssenkung im laufenden Jahr ein (Abbildung 4). Eine Leitzinssenkung im Juni ist aus unserer Sicht deutlich unwahrscheinlicher geworden – aber nicht ausgeschlossen. Die langfristigen Zinsen dürften sich zwar etwas beruhigen, jedoch auf erhöhtem Niveau verbleiben.

Abbildung 1: Swap-Kurven vs. SARON



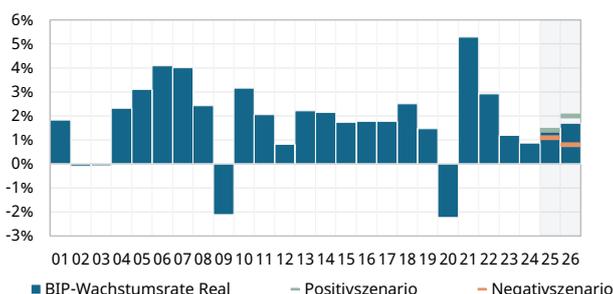
Bemerkung: Die Swap-Kurven dienen als grafische Darstellung der zugrundeliegenden Zinsstruktur am Schweizer Swap-Markt. Die jeweiligen Swap-Sätze per Stichtag zu den unterschiedlichen Laufzeiten (in Jahren) bilden gemeinsam die Swap-Kurve.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon

Abbildung 2: Neue Inflationsprognose der SNB



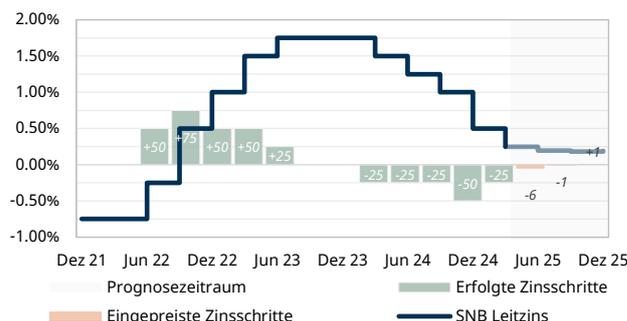
Bemerkung: Die Abbildung zeigt die aktuelle Entwicklung der Inflation und stellt gleichzeitig die Prognosen der SNB zur Inflation dar, wie sie zum Zeitpunkt der jeweils letzten geldpolitischen Einschätzung vorgenommen wurden. Diese Vorhersagen beruhen unter anderem auf der Annahme, dass der Leitzins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

Abbildung 3: BIP-Wachstumsszenarien für 2025 und 2026



Bemerkung: Die Abbildung zeigt die jährliche reale Wachstumsrate des Schweizer BIP. Für die Jahre 2025 und 2026 werden die Prognosen des SECO dargestellt – differenziert nach drei Szenarien: Basisszenario (blauer Balken), Positivszenario und Negativszenario.
Quelle: Daten von Bundesamt für Statistik, SECO

Abbildung 4: Geldpolitische Markterwartung



Bemerkung: Die Abbildung zeigt die im Markt erwarteten (eingepreisten) Zinsschritte, die aus kurzfristigen Zinsswaps abgeleitet wurden. Obwohl sich diese Erwartungen auf den SARON-Satz beziehen, werden sie in dieser Darstellung zur Vereinfachung auf den Leitzins übertragen.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon

Ausland

Die EZB hat in ihrer März-Sitzung den Leitzins zum sechsten Mal in Folge um 25 Bps gesenkt. Ob angesichts der bevorstehenden expansiven Fiskalpolitik noch weiterer geldpolitischer Spielraum besteht, ist jedoch offen. Gleichzeitig stuft die Fed die inflationsbezogenen Risiken durch mögliche Zölle und Tarife unter Trump als vorübergehend ein, sieht aber keinen Handlungsdruck – die März-Sitzung mündete folglich in einer Zinspause.

Nach dem Aussetzen der US-Militärhilfe für die Ukraine hat die EU am 4. März den Plan «ReArm Europe» vorgestellt, mit dem die Verteidigungsausgaben massiv ausgeweitet werden sollen. Geplant ist die Mobilisierung von bis zu 800 Milliarden Euro über verschiedene Finanzierungsmechanismen, darunter nationale Verschuldung unter Aussetzung der 3%-Defizitregel, EU-Kredite oder Zuschüsse im Rahmen gemeinsamer EU-Verschuldung. Grundsätzlich besteht unter den Mitgliedstaaten Zustimmung – die Kontroverse betrifft die konkrete Finanzierung. Fiskalisch konservative Länder sprechen sich gegen eine gemeinschaftliche Schuldenaufnahme aus, während südeuropäische Staaten auf Zuschüsse drängen. Die Vorschläge bedürfen noch der Zustimmung aller EU-Mitgliedstaaten, doch an den Zinsmärkten haben sie bereits Spuren hinterlassen – mit steigenden langfristigen Renditen (Abbildung 5).

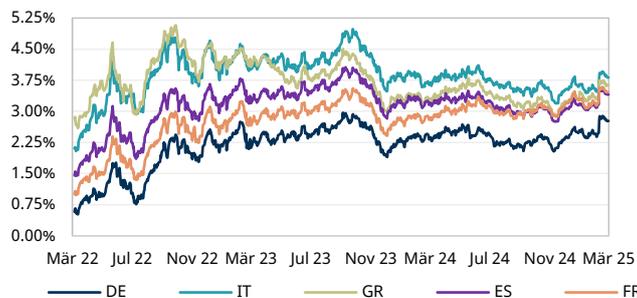
Zeitgleich hat Deutschland angekündigt, die nationale Schuldenbremse zu lockern, um höhere Verteidigungsausgaben sowie zusätzliche Investitionen der Bundesländer zu ermöglichen. Geplant ist die Einrichtung eines Sonderfonds in Höhe von 500 Milliarden Euro zur Stärkung der Infrastruktur und zur Finanzierung strategischer Zukunftsprojekte. Die entsprechenden Vorhaben wurden vom Bundestag beschlossen und vom Bundesrat bestätigt – sie markieren einen deutlichen Bruch mit dem jahrzehntelangen

fiskalpolitischen Konservatismus. Am Zinsmarkt spiegelt sich dieser Kurswechsel in steigenden Erwartungen an die realen Renditen deutscher Staatsanleihen wider (Abbildung 6).

Die bevorstehende expansive Fiskalpolitik im europäischen Raum könnte die derzeit schwache Konjunktur beleben, birgt jedoch auch Inflationsrisiken. Zudem dürfte es der EZB angesichts der höheren langfristigen Zinsen schwerfallen, die Geldpolitik weiter zu lockern. Am Zinsmarkt sind bis Ende Jahr noch knapp zwei Zinsschritte eingepreist, wobei eine Wahrscheinlichkeit von 75% für eine siebte Senkung im April besteht (Abbildung 7).

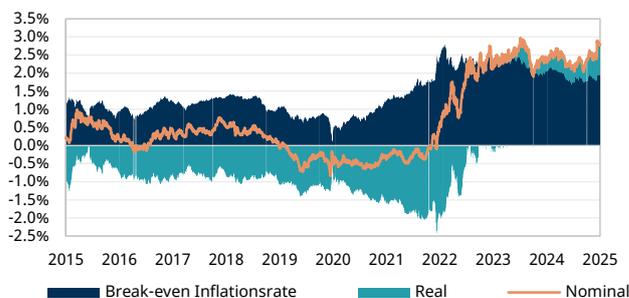
Die von Trump angekündigte Handelspolitik mit neuen Zöllen und Tarifen befeuert derzeit die kurzfristigen Inflationserwartungen. Ob sich diese jedoch in eine höhere strukturelle Inflation übersetzen, bleibt ungewiss. Die Fed geht weiterhin davon aus, dass die Teuerungseffekte lediglich vorübergehender Natur sind – gestützt auf die Erfahrungen aus Trumps erster Amtszeit. Zugleich mehren sich die Anzeichen, dass die US-Wirtschaft in eine Phase mit nachlassendem Wachstum und zugleich hartnäckiger Inflation übergeht. Diese Einschätzung spiegelt sich auch in den jüngsten wirtschaftlichen Projektionen der Fed wider (Abbildung 8). Da sich der Arbeitsmarkt bislang stabil zeigt, dürfte die Fed vorerst zurückhaltend bleiben. Am Zinsmarkt wird eine substantielle Wahrscheinlichkeit für eine erste Zinssenkung derzeit erst im Juni eingepreist.

Abbildung 5: 10-jährige Anleiherenditen von EU-Mitgliedstaatsanleihen



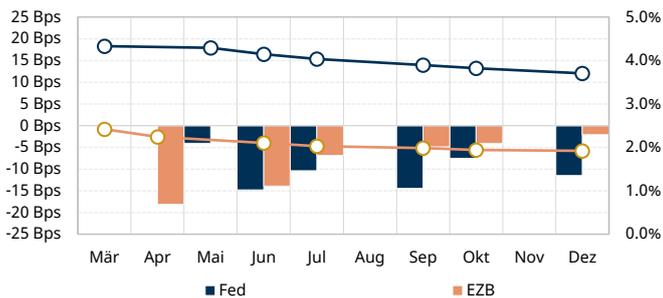
Bemerkung: Die Abbildung bildet die Anleiherenditen von 10-jährigen Staatsanleihen von gewissen europäischen Mitgliedstaaten.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon

Abbildung 6: Komponenten deutscher 10-jähriger Anleiherenditen



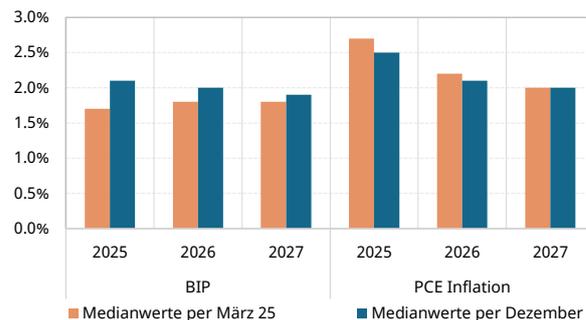
Bemerkung: Die Abbildung zeigt die historische Entwicklung der nominalen und realen Renditen sowie der Breakeven-Inflationsrate (BEIR) für deutsche Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit. Die BEIR ergibt sich als Renditedifferenz zwischen nominalen Staatsanleihen und inflationsindexierten Anleihen (ILB) mit gleicher Laufzeit und kann als marktimplizierte Inflationserwartung interpretiert werden.
Quelle: Daten von Refinitiv Eikon

Abbildung 7: Marktimplizierte Leitzinsentwicklungen 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: Refinitiv Eikon

Abbildung 8: FOMC Summary of Economic Projections



Bemerkung: Die Abbildung zeigt die Medianwerte der Projektionen der FOMC-Mitglieder zur künftigen Entwicklung des realen BIP-Wachstums und der PCE-Inflation (Personal Consumption Expenditures Price Index).
Quelle: Federal Reserve Summary of Economic Projections

KONTAKT



Burak Er, CFA
Head Research

Avobis Advisory 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: 27. März 2025

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 Advisory 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.