

Fixed Income 4/2025:

CH: „Kein ZIRP, kein NIRP“

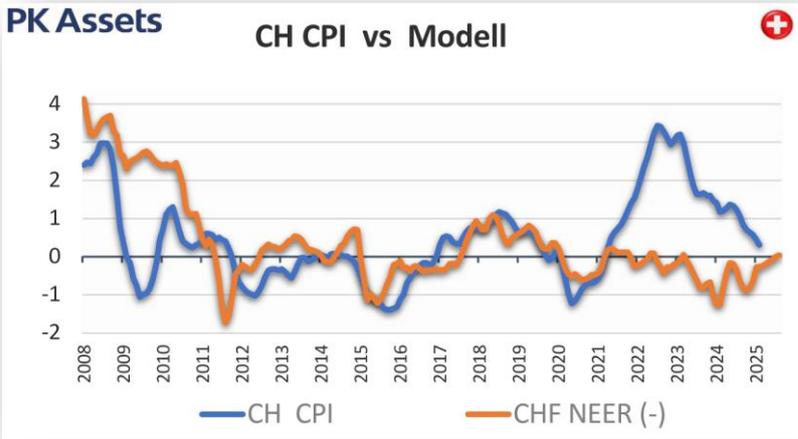
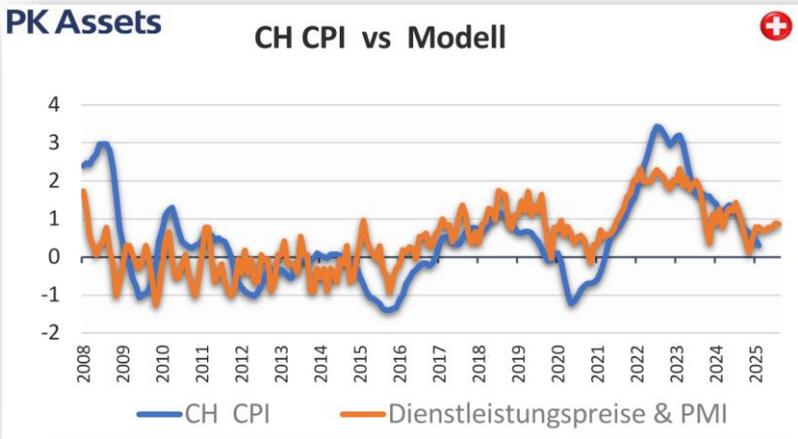
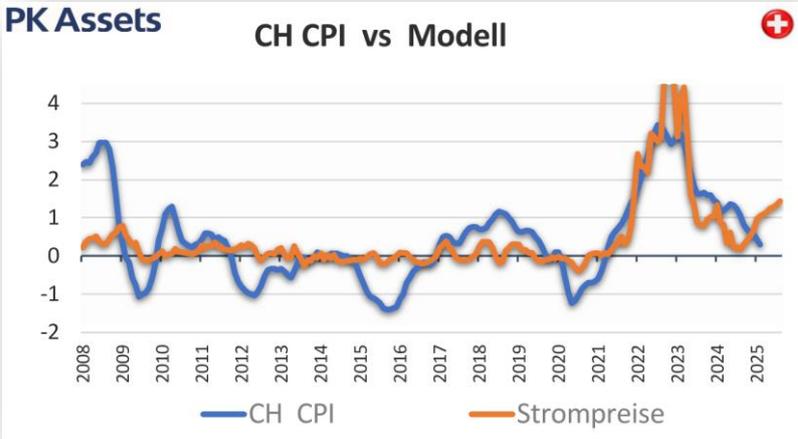
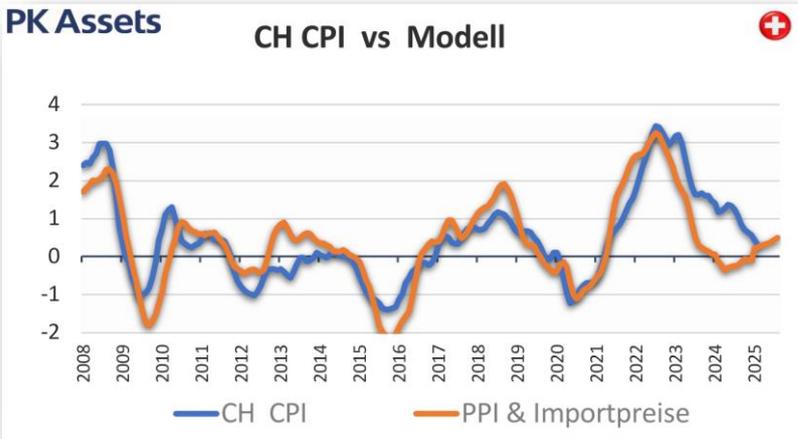
Was sagen unsere Modelle
und die Presse?



Zinsen Schweiz: Thesen

Die Fiskalüberraschung im Euroraum wirkt auch auf die CH-Zinsen

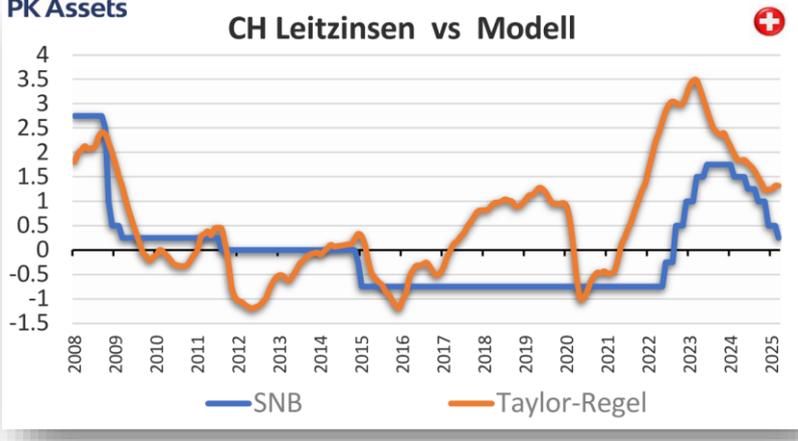
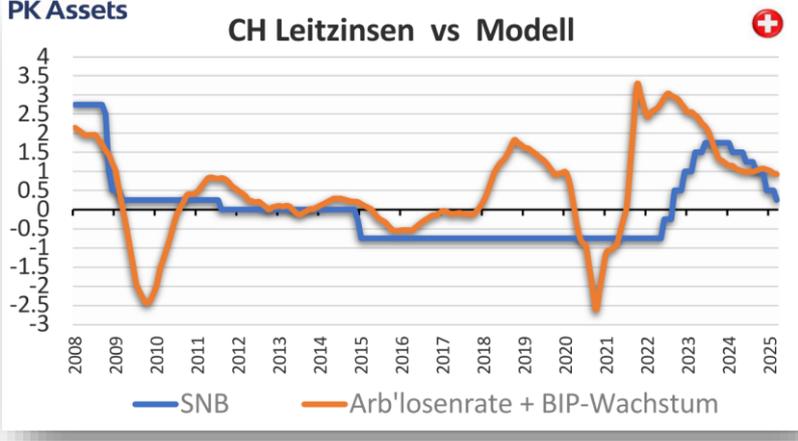
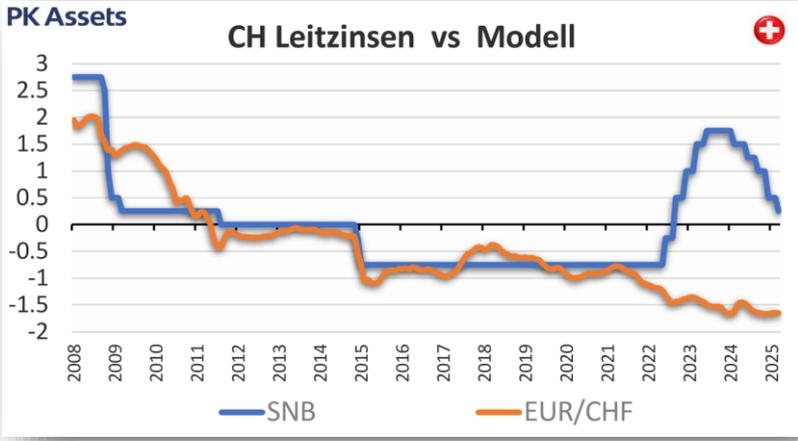
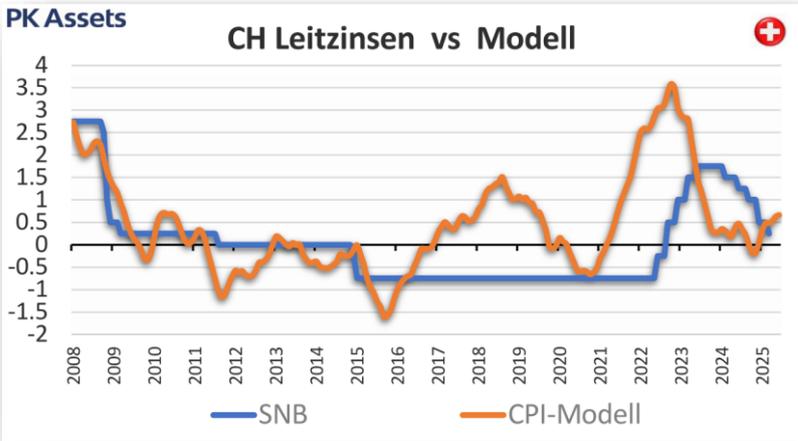
- Gemäss unseren Inflationsvorläufern ist die Deflation abgewehrt, sie sprechen für eine sanfte Trendumkehr
- Die Markterwartungen zu den Leitzinsen haben zuerst Negativ-Leitzinsen, dann ZIRP rausgepreist, unseres Erachtens zu Recht
- Unser Modell für den CH 10Y Eidgenossen impliziert, dass die Zinsen fair bewertet sind, Nullzinsen ausser Traktanden sind
- Der EURO-Fiskal-Schub wird auch die CH-Zinsen unterstützen
- Wir sehen sowohl CH- wie EUR-CPI nicht mehr sinken.
- Die EUR-Zinsen haben Potential zu steigen, sollten die Fiskalpakete umgesetzt werden.
- Wir gehen davon aus, dass das Differential in den Realzinsen „zugunsten“ des EUR steigen wird, klar positiv werden dürfte.
- Das bedeutet, dass die CH-Zinsen weniger steigen dürften als die EUR-Zinsen.
- Aber ZIRP und NIRP sind fürs Erste aus der Diskussion raus
- Signifikante Risiken verbleiben: Die Schweiz ist verwundbar gegenüber Zöllen und Problemen in der Eurozone
- Signifikante Chance bestehen jetzt aber auch: Die Situation ist nicht mehr einseitig auf tiefere Zinsen balanciert
- Europa hat mit seinen angekündigten Fiskalpolitik einen Floor unter die CH-Zinsen gesetzt
- Die SNB braucht jetzt Glück
- Und dann ist da auch noch die Möglichkeit einer Lösung in der Ukraine
- Wir –und einige andere Marktbeobachter- sehen den Cut von 0.5 auf 0.25 als komplett unnötig an.
- Ist der nächste Zinsschritt der SNB ein Hike?



Inflationsprognose:

Deflation abgewehrt

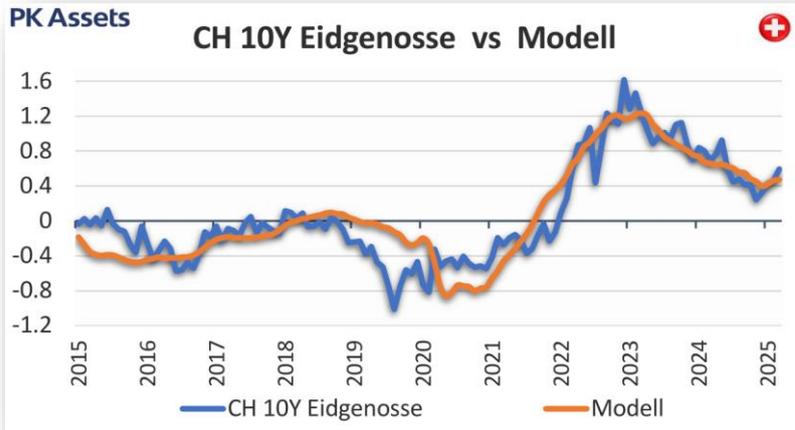
Die Vorläufer sprechen für eine sanfte Trendumkehr



Leitzinsbewertung SNB:

Die Markterwartungen haben zuerst Negativ-Leitzinsen, dann ZIRP rausgepreist, zu recht

Die Inflation scheint leicht zu drehen, die Konjunktur schwächelt, die neu gefundene Phantasie im EUR sprechen dafür, dass der letzte Cut der SNB ein „Insurance-Cut“ war

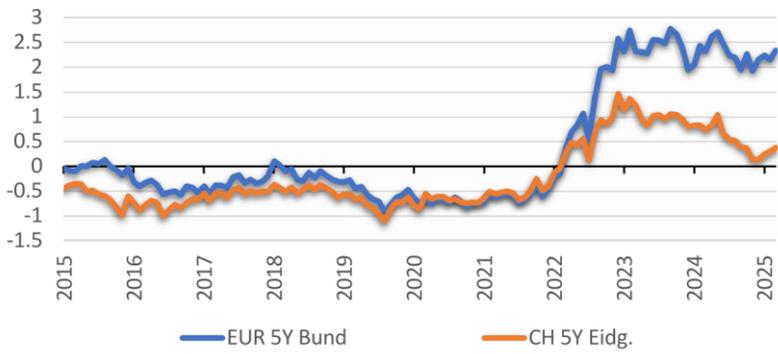


Unser Modell für den CH
10Y Eidgenossen:

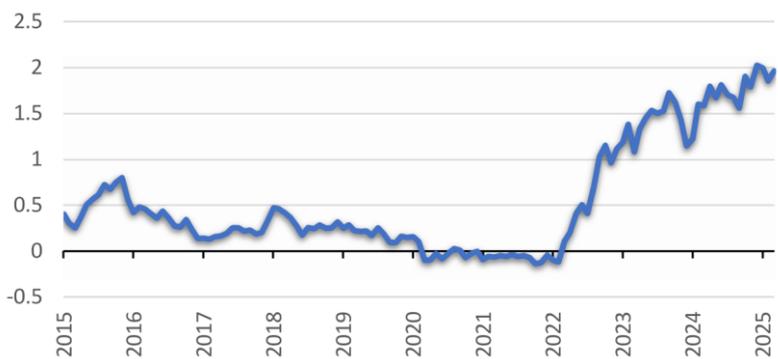
Die Zinsen sind fair
bewertet, Nullzinsen sind
ausser Traktanden

Der EURO-Fiskal-Schub wird auch die
CH-Zinsen unterstützen

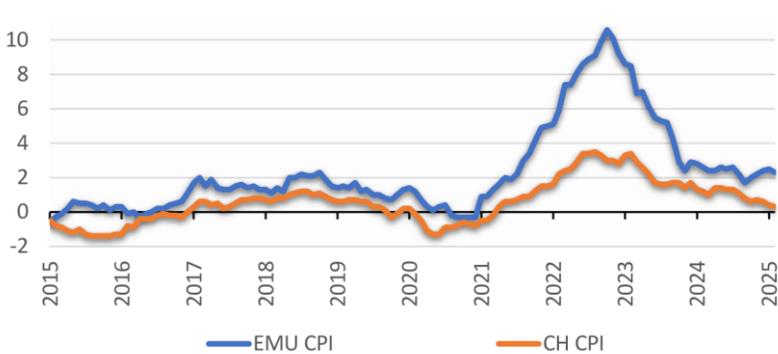
Dislokation CH und DE-Zinsen



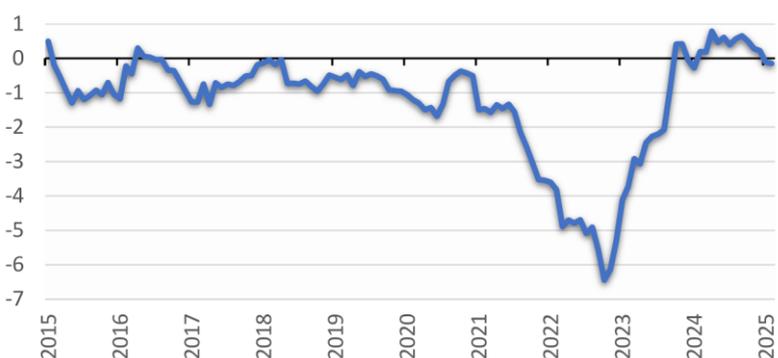
Nominalzinsdifferenz: DE 5Y ./ CH 5Y



Disklokation CH un DE-Teuerung



Realzins-Differenz 5Y Bunds vs Eidgenosse



CH & EUR-Zinsen:

CH-Zinsen dürften nicht so stark steigen wie die EUR-Zinsen, wenn die Fiskalimpulse im Euroraum kommen, aber NIRP und ZIRP sind kein Thema mehr

Wir sehen sowohl CH- wie EUR-CPI nicht mehr sinken.

Die EUR-Zinsen haben Potential zu steigen, sollten die Fiskalpakete umgesetzt werden.

Wir gehen davon aus, dass das Differential in den Realzinsen „zugunsten“ des EUR steigen wird, klar positiv werden dürfte.

Das bedeutet, dass die CH-Zinsen weniger steigen dürften als die EUR-Zinsen.

Aber ZIRP und NIRP sind fürs Erste aus der Diskussion raus

Signifikante Risiken verbleiben

Die Schweiz ist verwundbar

Over 60% of Switzerland's goods exports to the US are in **pharmaceutical** products.

Switzerland's current account surplus has become entirely dependent on its positive goods **trade balance**, as the primary income balance and the services trade balance both turned negative.

As the country runs a trade deficit with the EU, the biggest contributor to its positive trade balance is the **surplus with the US**.

Switzerland has not yet been a direct target of US tariff threats, but we think its trade surplus with the US and strength in pharmaceutical exports put it at **risk**.

Since the pandemic, the economic recovery in Switzerland has been **uneven** across sectors. Not only has the **services** sector been responsible for the bulk of the recovery, but similar discrepancies also exist within manufacturing. Since Q4 2019, growth in manufacturing has been almost entirely due to manufacturing in **chemicals and pharmaceuticals**. Therefore, if US trade tariffs specifically target these industries, we think it could pose an **even greater risk** to an already somewhat fragile recovery in manufacturing.

BNP Paribas 2/2025

Noch kurz vor dem Merz-Schock war die Stimmung in den Zinsmärkten schlecht:

„Weak inflation remains consistent with the Swiss National Bank cutting its policy rate by 25 basis points at its March meeting, with risks **tilted toward further easing in 2025**, which could take the SNB back to Zero Interest Rate Policy (ZIRP).“ Jean Dalbard 3/2025

„Schlegel stressed that **all options** are on the table and that the SNB is ready to revisit subzero rates, which it oversaw from 2014 to 2022.“ Bastian Benrath-Wright 3/2025

Das CPI ist ein Lagging Factor und zeigt weiterhin Tristesse an:

„**Domestic** disinflation remains a source of **concern** for the SNB, with the slowdown now broad-based — the annual rate of goods price inflation has been negative since the summer and services inflation has also been on a downtrend. Looking ahead, rental prices could add further impetus to the deceleration, as the SNB rate cuts feed further into mortgage rates used to establish reference rental prices. Energy prices are also expected to ease. Most significantly, the Swiss economy is still **importing a significant amount of deflation**. In February, the annual rate of inflation from imported goods prices, which make up nearly 23% of the CPI basket, stood at -1.5%, unchanged from January. That compares with 0.9% for domestic items.“ Jean Dalbard 3/2025

Signifikante Chance bestehen jetzt aber auch: Die Situation ist nicht mehr einseitig auf tiefere Zinsen balanciert

Europa hat mit seinen angekündigten Fiskalpolitik einen Floor unter die CH-Zinsen gesetzt

„The recent depreciation of the CHF, resilient domestic demand, and growth-positive policy announcements from Europe should **ease the SNB's concerns about deflation, making this the final cut**, in our view. “ BNP Paribas 3/2025

Die SNB braucht jetzt Glück:

„We see scope for **additional cuts if tariffs** are higher than we currently expect and explicitly target the EU and Switzerland. This risk would be exacerbated **if the EU and Germany fail to deliver the fiscal spending** announced in recent weeks. “ BNP Paribas 3/2025

Und dann ist da auch noch die Möglichkeit einer Lösung in der Ukraine:

„We think that the rally has room to extend as we believe fiscal developments are a game changer for EUR, positioning in the cross is still short according to our metrics and more could be priced in terms of a Russia–Ukraine ceasefire. “ BNP Paribas 3/2025

Wir –und einige andere Marktbeobachter- sehen den Cut von 0.5 auf 0.25 als komplett unnötig an:

„Festzustellen ist allerdings, dass sich das neue Direktorium in einer **nicht sehr eindeutigen** Situation erneut für eine forsche Zinssenkung ausgesprochen hat. Im Dezember votierte es nicht – wie unter Zentralbanken im Normalfall üblich – für eine Zinssenkung um 0,25 Prozentpunkte, sondern senkte den Leitzins gleich um 0,5 Prozentpunkte. Und während sich sowohl die amerikanische Zentralbank wie auch die Bank of England angesichts der Unsicherheit dafür entschieden haben, mit weiteren Zinssenkungen zuzuwarten, hat die SNB ihren Leitzins nochmals um 0,25 Prozentpunkte auf nur noch 0,25 Prozent gesenkt. (..) Schlegel betont, es bringe nichts, sich Spielraum durch Zuwarten erhalten zu wollen; Geldpolitik müsse frühzeitig handeln. Man mag hoffen, dass die SNB mit ihrer Senkung des Leitzinses auf 0,25 Prozent nun ihren Zinssenkungszyklus beendet hat. Dafür spricht auch, dass die mit der Aufrüstung in Europa verbundene fiskalische Expansion mittelfristig die **Konjunktur und die Inflation wieder anheizen sollte** und auch hohe Zölle die Preise verteuern.“ Peter A. Fischer 3/2025

PK Assets

Vermögensverwaltung für Institutionelle Kunden

[Home](#)

[Firmenprofil](#)

[Team](#)

[Anlagephilosophie](#)

[Track Records](#)

[Marktanalysen](#)

[ESG-Analysen](#)

[Dienstleistungen](#)

[Archiv](#)

[Kontakt](#)

[Links](#)

Marktanalysen

Hier finden Sie unsere regelmässig nachgeführten Marktanalysen.

Wir bieten Ihnen laufend Beiträge an in den Bereichen:

- Obligationen
- Aktien
- Währungen
- Modelle
- Spezial-Themen und Fragestellungen
- Bonitäts-Analysen
- ESG-Themen

Bonitätsanalyse – Capabilities PK Assets AG: [download](#)

Update/Anwendung U.S. BBB: [download](#)

ESG – Capabilities PK Assets AG: [download](#)

Marktanalysen PK Assets AG:

Disclaimer

Alle in diesen Marktanalysen verwendeten Zahlen und Fakten wurden nach bestem Wissen und Gewissen gesammelt und von verschiedenen Quellen bezogen, wir können aber die Akkuratess nicht garantieren. Die in diesen Marktanalysen geausserten Meinungen und Schlussfolgerungen sind ausschliesslich jene des jew. Autors und basieren auf den Kontext und den Rahmendaten des jew. Augenblicks der Niederschrift. Diese Marktanalysen dienen ausschliesslich der Information und sind keinesfalls Anlagevorschläge. Die historische Performance ist nicht indikativ für zukünftige Performance. Die Meinung des Autors ist weder objektiv noch sind die Schlussfolgerungen geeignet für massgeschneiderte Anlageentscheide des geschätzten Lesers.

Flagship-Präsentation:

Zinsen Quartals-Update **Dezember 2023:** **"Bonds: Der Bulle ist los!"** [download](#)

[Inputs Q1 2024](#)

Fixed Income: **Der Bulle ist los!** [download](#)

Währungen: **Taktische Allokation** [download](#)

Makro-Zahlen: 1. **Dreht die U.S. Arbeitslosenrate nach unten?** [download](#)

Makro-Zahlen: 2. **Fällt das U.S. Lohnwachstum weiter?** [download](#)

Makro-Zahlen: 3. **Fällt die U.S. Core PCE-Inflation weiter?** [download](#)

Makro-Zahlen: 4. **Welches ist die Reaktionsfunktion des Fed in den nächsten Monaten?** [download](#)

the market
NZZ

Jürg Lutz



Jürg Lutz ist Anleihspezialist beim Schweizer Vermögensverwalter PK Assets, der auf die Anlage von Pensionskassengeldern spezialisiert ist. Er bezeichnet sich selbst als alten Hasen im Bondmarkt, was angesichts seiner dreissigjährigen Erfahrung in der Verwaltung von Anleihenportfolios nicht ganz abwegig ist. Der Bündner ist Vater von zwei Kindern und beseelt von der Vorstellung, bis zu seinem Ableben die Via Spluga, die entlang des alten Säumerpfades von Thuis ins italienische Chiavenna führt, mindestens hundert Mal zu wandern. Viel fehlt ihm bis zu diesem Ziel nicht mehr.

Wir freuen uns auf Ihr Feedback auf j.lutz@pkassets.ch

und:

Besuchen Sie uns auf www.pkassets.ch

Wir halten unsere Leser für geschulte Leute, trotzdem ein kleiner Disclaimer:

Disclaimer

Alle in diesen Marktanalysen verwendeten Zahlen und Fakten wurden nach bestem Wissen und Gewissen gesammelt und von verschiedenen Quellen bezogen, wir können aber die Akkuratess nicht garantieren. Die in diesen Marktanalysen geäusserten Meinungen und Schlussfolgerungen sind ausschliesslich jene des jew. Autors und basieren auf den Kontext und den Rahmendaten des jew. Augenblicks der Niederschrift. Diese Marktanalysen dienen ausschliesslich der Information und sind keinesfalls Anlagevorschläge. Die historische Performance ist nicht indikativ für zukünftige Performance. Die Meinung des Autors ist weder objektiv noch sind die Schlussfolgerungen geeignet für massgeschneiderte Anlageentscheide des geschätzten Lesers.