

Fixed Income 1/2025:

Red Sweep: Fed Cuts und höhere Zinsen?

„Mehr Wachstum, höhere Defizite, höhere Schulden – und letztlich höhere Inflation. Mit diesen Folgen rechnen Finanzexperten, wenn Donald Trump als frisch gewählter US-Präsident seine politischen Pläne umsetzt.“

Michael Ferber 11/2024

„Am 18. September begann das Fed die Zinsen zu senken, was eine überraschende Reaktion auslöste: Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen stieg in den folgenden sieben Wochen um fast 80 Basispunkte. Das ist der stärkste Anstieg nach Beginn eines Zinssenkungszyklus, den wir je gesehen haben. Zugleich schossen die marktbasierten Inflationserwartungen nach oben, und die Konjunkturdaten fielen wesentlich stärker aus als von Ökonomen erwartet. All das deutet darauf hin, dass die amerikanische Wirtschaft nicht auf eine sanfte Landung zusteuert, sondern einfach durchstartet.“

Jim Bianco 11/2024

„Never before have 10 year bond yields risen by as much following a cut in the federal funds rate quite as sizeable.“

Marko Papic 12/2024

Was sagen unsere Modelle und die klügsten Köpfe der Finanzwelt?

PK Assets AG Eggirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen

+41 (0)44 787 80 20 www.pkassets.ch



Zinsen USA: Thesen

Nichts lassen Notenbanker mehr, als eines «Policy Errors» bezichtigt zu werden.

- Es geht um viel: Die Kaufkraft der U.S. Haushalte, sprich des amerikanischen Wählers, und der hat 2024 gesprochen: Er hat Trump gewählt. Den Wähler interessierte nicht, dass sich das «CPI ermässigte». Es ist einfach ein bisschen weniger schnell gewachsen. Alles, was den Medianwähler interessiert, wird trotzdem immer teurer, gleichzeitig sind die realen Löhne tiefer als vor 5 Jahren.
- Die Realzinsen sind hoch, aber wirken sie auch? Die Frage ist zentral: Macht eine Investition in U.S.-Bonds Sinn? Verdient der Investor im Jahr 2025 damit Geld, oder verliert er?

Was sagen unsere Modelle?

- Der Finanzmarkt schaut auf drei Variablen, wenn es darum geht, zu beurteilen, ob die Leitzinsen der Notenbank restriktiv sind, also die Konjunktur bremsen, oder neutral, oder gar stimulierend: Es sind dies die Teuerung («Inflationsmandat»), die Arbeitslosenrate («Arbeitsmarktmandat») und die Lohnkostensteigerungen (Gefahr von Zweitrundeneffekten in der Inflation).
- Unsere Prognosemodelle besagen, dass die Kernteuerung im Sommer 2025 bei ziemlich genau 2% zu stehen kommen sollte, also eine Punktlandung auf dem Notenbankziel. Die Vorläufer zeigen einen weiterhin starken Arbeitsmarkt, eine stabile, tiefe Arbeitslosigkeit nur graduell abflachendes Lohnkostenwachstum

Zusammen eigentlich ein positives Bild für die Notenbank, Raum, um die Zinsen zu senken

- ..kongruent mit den Markterwartungen von 2 weiteren Zinssenkungen bis Ende 2025. So gesehen scheinen die Realzinsen in die richtige Richtung zu wirken.
- Die Vorläufer für die Konjunktur sind verhalten, der starke Dollar hilft, da er das Wachstum der globalen Liquidität (M2) drosselt, der beste Vorlauffaktor, den wir kennen.

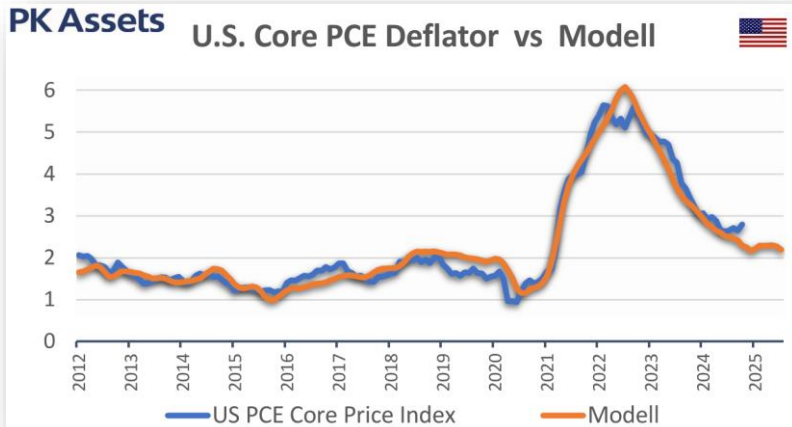
Unser Bewertung für den U.S. 10Y Treasury ist positiv: Kaum grosse Kapitalgewinne aber schöner Carry ...aber der Zinsmarkt traut dem Fed nicht über den Weg, nicht ohne Grund:

Das Problem: Die Sicherheitsmarge ist tief. Ist nach den ersten drei Zinsschritten der Zinszyklus schon wieder beendet?

Die wichtigsten Themen im Zinsmarkt:

- Ist 2% genug? Die Inflation ist rückläufig aber immer noch hoch. Wir sehen aktuell eine Kernteuerung von ca. 2% bis Mitte 2025. Ist das tief genug für einen ausgeprägten Zinssenkungszyklus? Die Notenbank hat einen Zinszyklus angestoßen, ohne ein Zeichen von Distress und die expansive Fiskalpolitik hilft nicht. Die Notenbank agiert auf dünnem Eis.
- Setzt Trump auf tiefe Inflation? Es gibt eine Theorie im Markt, dass Trump v.a. über die Ölpreis-Schiene die Teuerung reduzieren will, um damit geopolitisch Druck zu erzeugen und im Inland Goodwill zu schaffen. Tatsächlich ist die USA heute die grösste Ölförderin der Welt und es bestehen Pläne, dies zu perpetuieren. Das wäre komplett gegen den aktuellen Konsens des Trump-Effekts gebürstet. Dies wäre ungemein bullish für den Treasury.
- Oder ist er doch der «Human Steepener»? Der Big Red Sweep hat Trump ein starkes Mandat gegeben und seine Verlautbarungen sprechen stark für höhere Zinsen, eine steilere Zinskurve und damit weniger Zinssenkungen als heute im Markt eingepreist.
- Bewegt sich Angebot und Nachfrage nach Treasuries Richtung höherer Zinsen? Das U.S. Treasury muss im Jahr 2025 die unvorstellbare Summe von USD 7 Billionen refinanzieren. Es macht die Sache nicht besser, dass die Regierung im 2024 angesichts der hohen Zinsen den Grossteil der Finanzierung über kurzlaufende Bills getätigt hat. Gleichzeitig brechen wichtige ausländische Gläubiger weg. Diese Diskussion wäre allerdings Makulatur, wenn es zu einem Finanzcrash kommen sollte.
- Kommt das Schuldenthema wieder in die Zins-Gleichung rein? Wir sehen verschiedene Menetekel an der Wand: Die Zeitprämie von längeren Treasury Bonds steigt, die Risikospreads von Corporate Bonds fallen, wir sehen negative Asset Swap Spreads etc.
- Braucht der U.S.-Konsument überhaupt tiefere Zinsen? Der Median-Konsument wohl nicht: Er ist weitgehend entschuldet, sitzt auf enorm viel Home-Equity, hat seine Hypothek während der Tiefzinsphase langfristig refinanziert, erntet reichlich Zinsen auf dem Cash, hat einen sicheren Job in einer Wirtschaft mit immer noch reichlich offenen Stellen. Das spricht für anhaltend hohe Zinsen.
- «Hilft» China dem Federal Reserve auch im Jahr 2025? China befindet sich in einer Balance-Sheet-Recession. Eine Balance Sheet Recession muss mit Fiskaldefiziten behoben werden, wie das Beispiel Japan zeigt. Wie soll das gehen? China ist bereits stark verschuldet, für seinen Entwicklungsstand sogar ausgesprochen hoch. Die Welt wartet auf Einzelheiten zum angekündigten chinesischen Stimulus.

„3 and out“? Der Zinsmarkt misstraut dem Fed-Dot-Plot, mit guten Gründen



87 Indikatoren
9 Mt Prognosehorizont

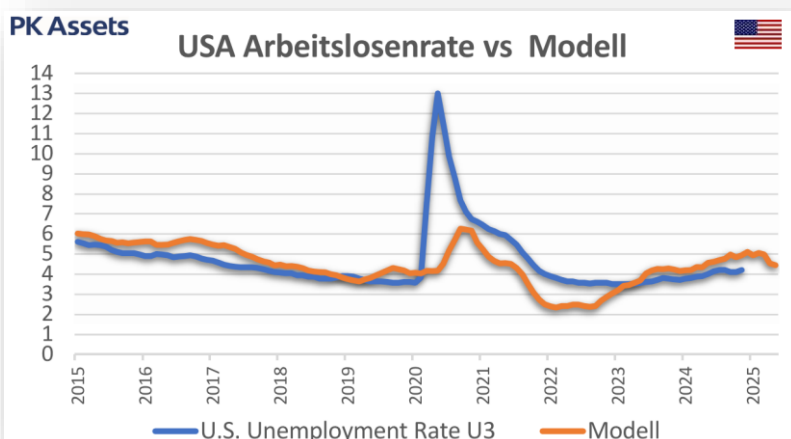
„Disinflation stalling“

Inflationsprognose:

Punktlandung der Core PCE-Inflation auf dem Notenbankziel von 2% bis im Spätfrühling 2025

Modelle und Vorläufer zeigen:

- Unser **OER**-Modell zeigt Abwärtspfad Richtung 4% (von aktuell 4.9%) aber nicht weiter
- Unser Modell für das **Food**-CPI fällt nicht mehr und geht seitwärts
- Unser Modell für CPI **Goods** bleibt auf der Nulllinie
- CPI **Energie** kann nur auf 1 Mt Vorlauf prognostiziert werden, bleibt die grosse Wild Card im System
- Unser Modell für die **Core Services** sieht ein Rückgang voraus bis in die tiefen 3%, mehr nicht
- Das **U.S. CPI** sehen wir gemäss unserem Modell bei 2% für die nächsten 8 Monate
- Das **U.S. Core CPI** sollte leicht über 2% zu stehen kommen über die nächsten 3 Quartale
- Das **Cleveland Trimmed Mean** verflacht sich bei ca. 2.5% in den nächsten Monaten
- Das **Atlanta Fed Sticky CPI** läuft Richtung 3% aber nicht tiefer
- Der Fokus des Fed, das Core PCE sollte leicht über 2% in den nächsten Monaten zu stehen kommen



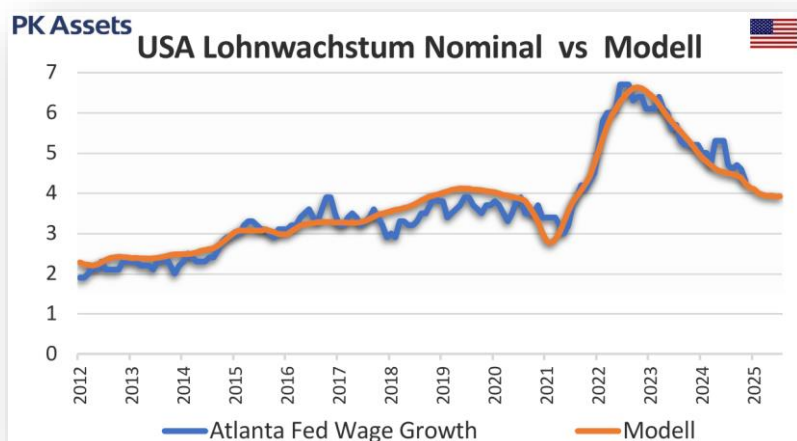
20 Indikatoren
5 Mt Prognosehorizont

Arbeitslosenprognose:

Keine Aufwärtsdynamik in der Arbeitslosenrate für die nächsten zwei Quartale in Sicht: Der Arbeitsmarkt startet stark ins 2025

Modelle und Vorläufer zeigen:

- Das **KMU-Vertrauen** (Hiring Plans, Compensation Plans, Capex Plans, Credit Conditions etc) erwacht wieder und spricht gegen höhere Arbeitslosigkeit
- Die Daten von der **Jobs & Labor Turnover**-Front sprechen auch nicht für ein Anspringen der Arbeitslosenrate
- Die **harten Arbeitsmarktdaten** wie Payrolls, Teilzeitarbeitsraten und Claims sehen ebenfalls keine Belebung der Arbeitslosenrate
- Die Daten von der **Konsumentenseite**, Vertrauen und Consumer Credit sehen eher wieder ein Abgleiten der Arbeitslosenrate



63 Indikatoren

8 Mt Prognosehorizont

Zweitrunden-Effekte?

Lohnkostenprognose:

Das U.S. Lohnwachstum dürfte weiter sinken aber nur sehr langsam: Keine Zweitrundeneffekte in der Inflation

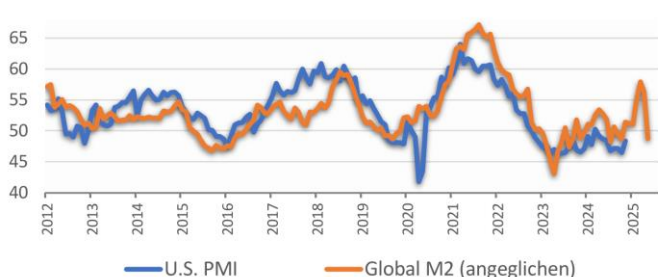
Modelle und Vorläufer zeigen:

- Die **Arbeitslosenrate** und ihre Änderungsrate als Vorläufer des Lohnwachstums sprchen für nur langsam fallendes Lohnwachstum
- Die **Jobs & Labor Turnover**-Komponenten sprechen für ein graduelles Abgleiten des Lohnwachstums
- Ebenso wie **unsere Modelle für die Teuerung**, betreffend Atlanta Sticky CPI, Cleveland Trimmed Mean und das Core CPI
- Das **KMU-Vertrauen** spricht nicht mehr für tieferes Lohnwachstum
- Die wichtigen **Indeed Wage Growth Trackers** fallen nicht mehr

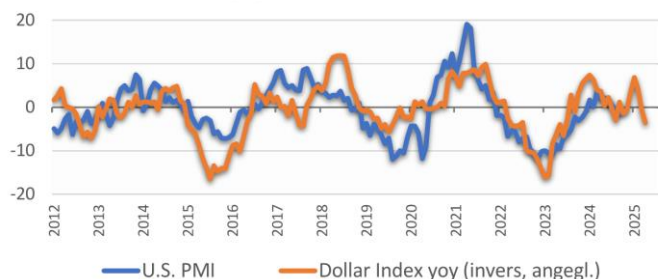
U.S. PMI vs S&P P/E (angeglichen)
3 Monate Vorlauf



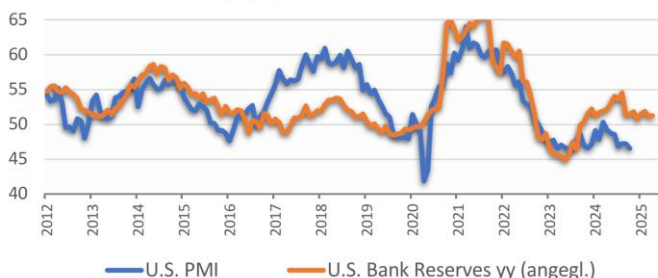
U.S. PMI vs Global M2 yoy (angeglichen)
5 Monate Vorlauf



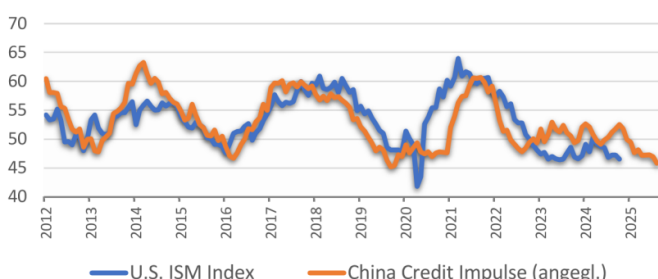
U.S. PMI (Jahresveränd.) vs Dollar Index yoy (invers, angeglichen) 4 Monate Vorlauf



US ISM Manufact. vs U.S. Bank Reserves yy (angeglichen) 6 Mt Ausblick



U.S. PMI vs China Credit Impulse (angeglichen) 10 Monate Vorlauf



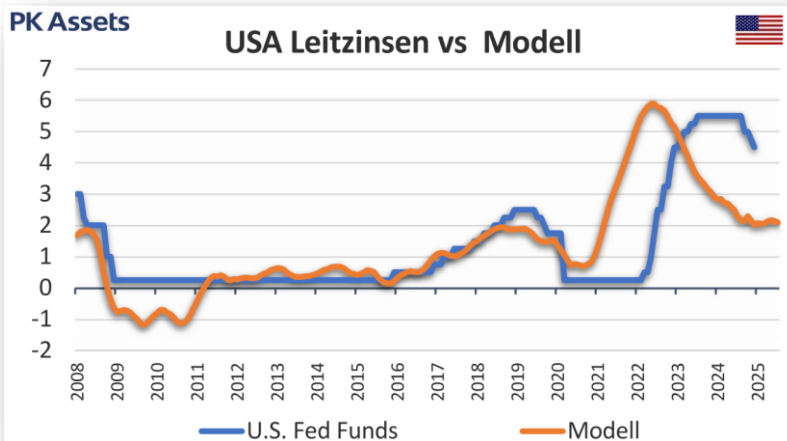
Vorläufer für Konjunktur

Die **Liquidität** spricht nicht für ein starkes Wachstum, eher für ein Abflachen der Wachstumsdynamik...

Modelle und Vorläufer zeigen:

- Der **Aktienmarkt** ist bullish für die U.S. Konjunktur
- Aber das globale M2, also die **globale Liquidität**, spricht nicht für ein starkes Wachstum
- Schuld ist auch der **Dollar**, dessen Stärke einiges von der Wachstumsdynamik rausnimmt
- Die **U.S. Liquidität** („Reserves“) ist aktuell weder belebend, noch bremsend
- Aus **China** ist kaum Hilfe zu erwarten, die ganze Welt wartet auf Details zum Stimulus

..aber die neue Administration wird die Karten neu mischen



Bewertungsmodell für den U.S. Leitzins

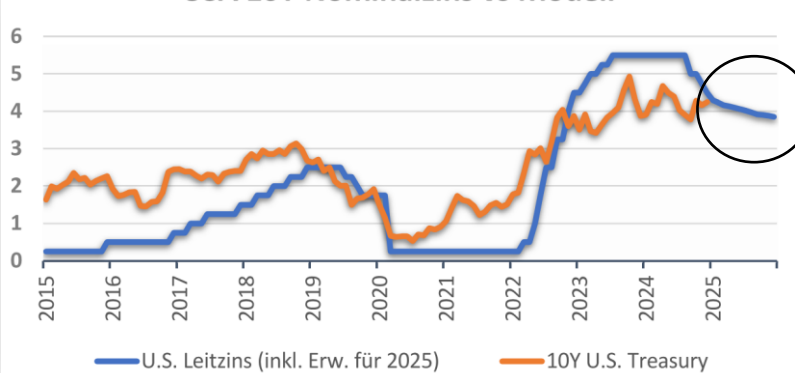
Optimistische Inflationsprognose und verhaltene Arbeitsmarkt-Prognose bedeutet weiteren Zinssenkungs-Spielraum für die Notenbank

Modelle und Indikatoren zeigen:

- Gemäss **unserem Modell für die Teuerung** kann das Fed weiter machen mit Zinsreduktionen; der Chart zeigt, wie weit die Notenbank bezüglich Teuerung hinter der Kurve ist
- Der Grund liegt im Arbeitsmarkt: Gemäss der **Arbeitslosenrate** besteht nur limitierter Bedarf für tiefere Leitzinsen
- Gemäss unserem Modell für das **Lohnkostenwachstum** liegen dem Fed keine Steine im Weg für weitere Zinsschnitte
- Bremsklotz **Breakeven**: Zu hoch für energische Schritte
- Markterwartungen**: Die Inflationswaps implizieren **3.9%** bis Ende 2025, das wären **2** Reduktionen zu je 0.25%



USA 10Y Nominalzins vs Modell

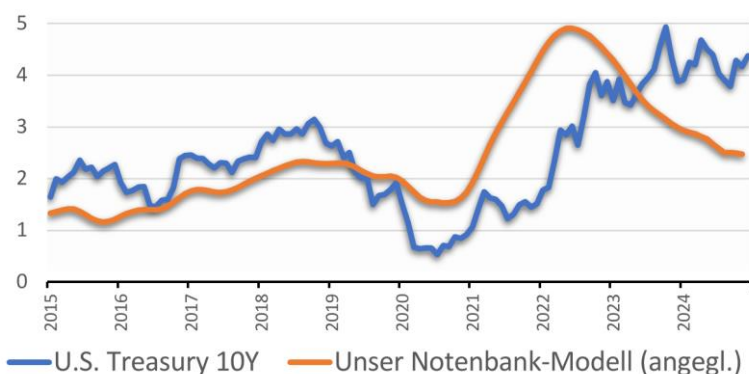


Der 10Y U.S. Treasury wird durch den Leitzins verankert, ein bullischer Leitzinsausblick ist auch positiv für die Bond-Bewertung

Wenn die Leitzinsen wie vom Markt erwartet weiter reduziert werden, und erst recht, wenn sich unser Notenbank-Modell als akkurat erweist, dann ist der US10Y ein Kauf

PK Assets

USA 10Y Nominalzins vs Modell

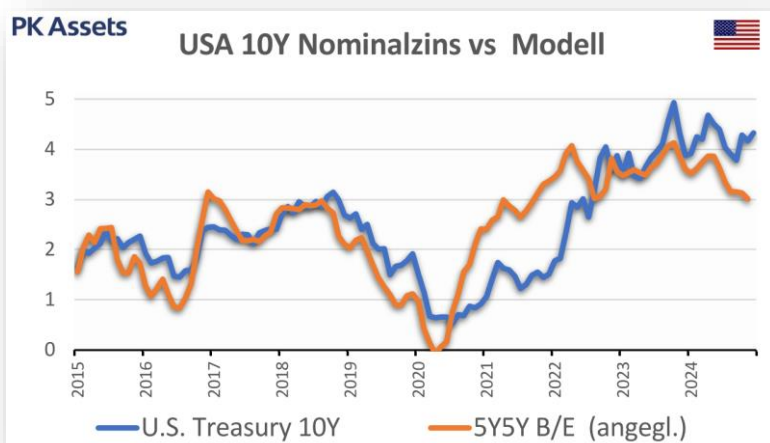


PK Assets

USA 10Y Nominalzins vs Modell



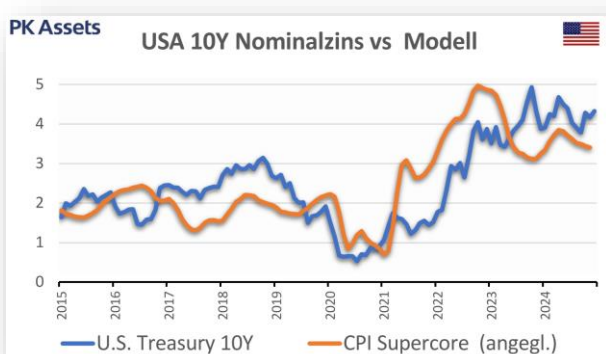
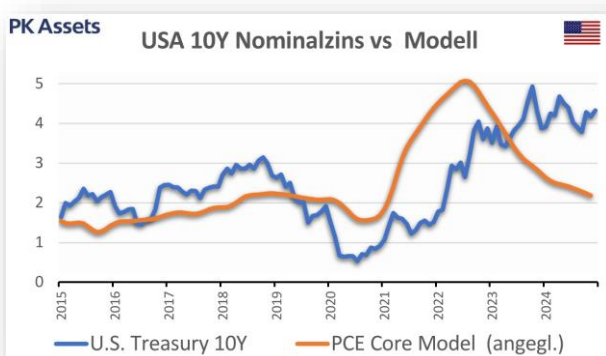
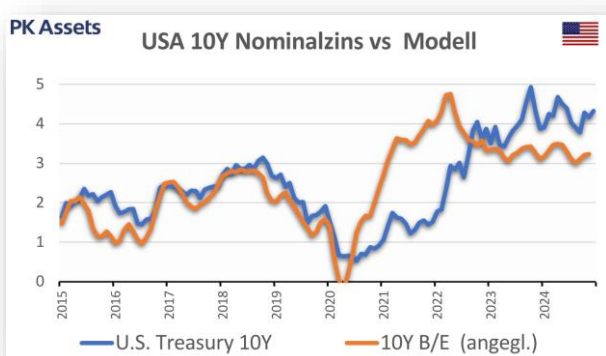
- Der 10Y-Treasury wird durch den Leitzins **verankert**. Er versucht, den Leitzins zu antizipieren, das erreicht er tatsächlich, denn durch die Guidance der Notenbank und durch die interpretation der Konjunkturdaten gilt der 10Y als Vorläufer, aber er kann sich nicht beliebig vom Leitzins lösen, die Korrelation ist hoch bei 0.88
- Aktuell antizipiert der 10Y-Zins **keinen tiefen Zinszyklus**, sondern er ist zuletzt wieder gestiegen
- Dies trotz unserem sehr bullischen Notenbank-Modell und der Taylor-Regel, die ebenfalls moderatere Leitzinsen zeigt

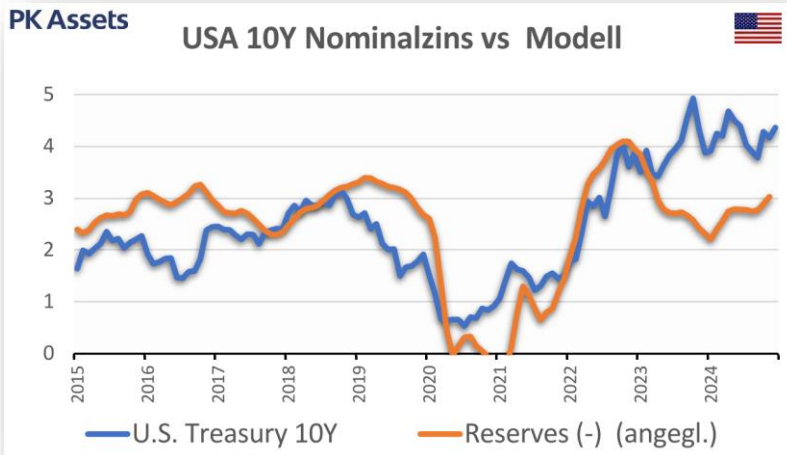


Die Zinskurve wird dominiert von den Inflationserwartungen, diese sind kompatibel mit unserem Inflations-Case

Die Inflation steht dem Fed nicht im Wege

- Die **Breakeven-Inflation** und die **Breakeven-Kurve** sind beide zwar hoch im Rahmen der letzten 10 Jahre, aber sie implizieren, dass die aktuellen Zinsen attraktiv sind
- Und erst recht unser **Core-PCE-Modell!**
- Auch das **CPI-Supercore** steigt nicht mehr und sieht nicht mehr so gefährlich aus

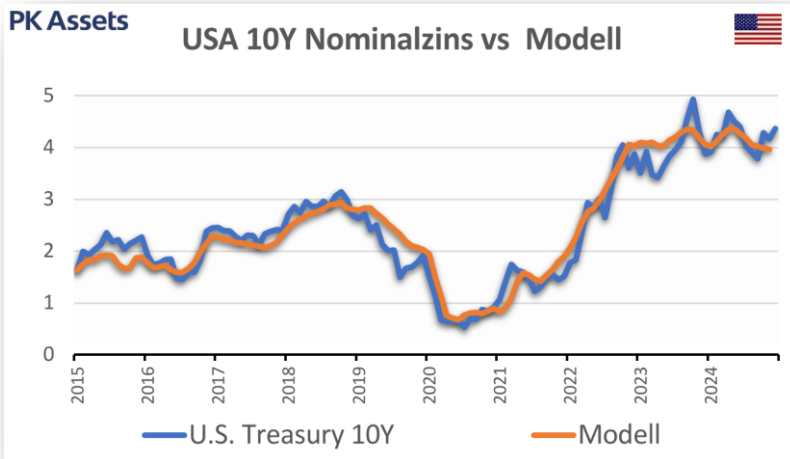




Die Zinsen folgen aber auch der Liquidität – invers-, hier könnte Stress aufkommen

Die „Reserves“ sind an einem interessanten Punkt:

- Die Notenbank macht **QT**, das müsste eigentlich Aufwärtsdruck auf die Zinsen ausüben
- Die daraus frei werdenden Treasury Bills werden von den **Geldmarkt-Fonds** aufgesogen, die hierfür ihre Reverse Repos schlachten
- Die **Reverse Repos** haben als Sicherheitsventil der Liquidität fungiert
- Diese Reverse Repos sind jetzt allerdings so tief, dass bei einem Fortsetzen des QE die **Reserves** leiden könnten
- Eine verringerte Liquidität könnte **höhere Zinsen** bedeuten



Leitzins	40%
B/E 5Y5Y	20%
Liquidität (-)	20%
QT	5%
Taylor	5%
Crise-Modell	10%

Unser **Modell** für den U.S. 10Y Treasury insgesamt zeigt, dass die Zinsen aktuell attraktiv sind...

Keine grossen Kapitalgewinne aber attraktiver Carry

- Kein Problem mit den Inflationserwartungen
- Fundamentalfaktoren bezgl. Inflation und Arbeitsmarkt gehen in die richtige Richtung
- Wild Card Liquidität

...aber der Zinsmarkt traut dem Fed nicht über den Weg, nicht ohne Grund:

Die Inflation ist rückläufig aber immer noch hoch. Wir sehen aktuell eine Kernteuerung von ca. 2% bis Mitte 2025. Reicht das?

Bei 2% Inflation reduziert sich der Kapitalstock in 20 Jahren um 33%. D.h. Inflation auch bei 2% ist und bleibt asozial.

Ist das tief genug für einen ausgeprägten Zinssenkungszyklus? Fakt ist, die Notenbank hat einen Zinszyklus angestoßen, ohne ein Zeichen von Distress:

„The Federal Reserve has embarked on a rate-cutting cycle despite an absence of lasting economic or market distress.“ Simon White 12/2024

„The FOMC is likely to cut rates again next week. Yet there remains scant pressing reasons for it to do so:

- o Stocks are near all-time highs*
- o Indications are for a cyclical upturn in US growth*
- o Near-term recession risk is low*
- o Inflation is sticky and price pressures are building*
- o Real household incomes are rising despite higher rates, and corporates look in good shape.“*

Simon White 12/2024

Die expansive Fiskalpolitik erhöht das Risiko

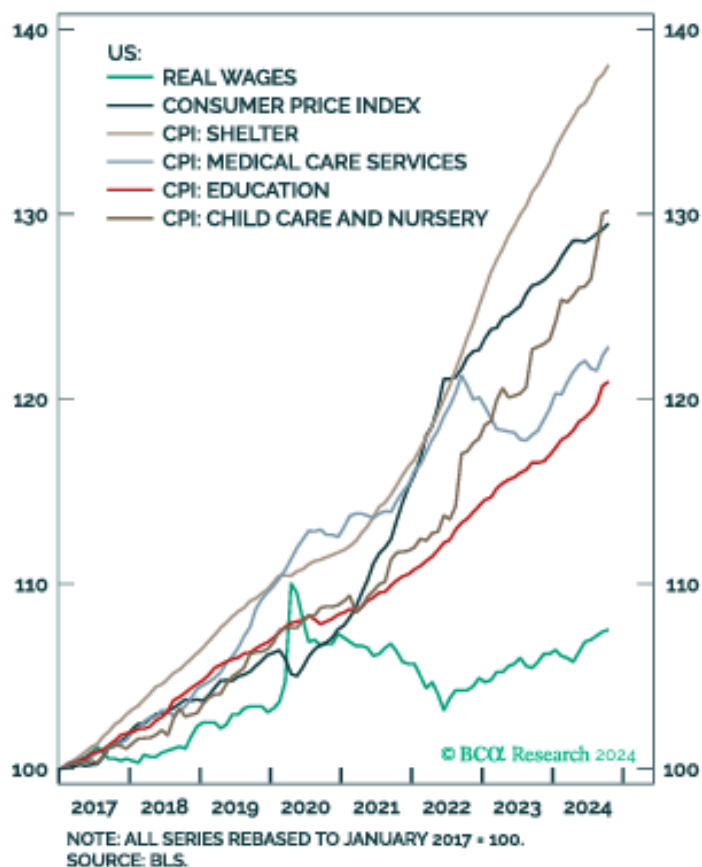
„Less space to cut than in the past: More cuts are on the way. Nonetheless, we continue to believe that central banks will have less leeway to ease in 2025 than they and many investors believe. Continued loose fiscal policy (most prominently in the US), persistent underlying inflation pressure (especially in the UK) and structural labour shortages are reasons against cutting rates too deeply.“ Holger Schmieding 9/2024

„Inflation is not tamed. (..) The more the Fed cuts, the more you are lifting your hand off that lever to hold inflation down““ Scott Kleinman 11/2024

„Inflationary secular themes of 2020s remain in place: new trends in politics (big government), society (inequality to inclusion), policy (monetary to fiscal), Wall St (leveraging to deleveraging), trade (globalization to isolationism), geopolitics (peace to war), tech (AI), environment (net zero, energy/food security) & demographics (aging)...all reflected in 10-year rolling returns from asset classes.“ Michael Hartnett 10/2024

„Putting it all together, the latest report suggests that overall inflation remains too high to get completely comfortable, especially at a time when policy risks loom. But for all the ways that market pricing has shifted, the story in the data hasn't actually changed that much. Inflation is still a relatively narrow phenomenon and the trajectory should remain encouraging as long as our leaders refrain from throwing a wrench in the works.“ Jonathan Levin 12/2024

Inflation, stupid!



Der Chart, der zeigt, warum Trump gewählt worden ist

Den Wähler interessiert es nicht, ob die Geschwindigkeit der Kaufkraftzerstörung kleiner geworden ist, a.k.a. „Das CPI ist auf 2% reduziert“, sondern er hasst Inflation.

„Die Tatsache, dass die Teuerung sinkt, bedeutet nicht, dass die Konsumenten wieder besser dran sind. Sinkende Inflation heisst nicht sinkende Preise, sondern nur eine Verlangsamung des Preisanstiegs.“ Thomas Fuster NZZ 12/2024

„in a sense the US vote is merely part of a broader context around the globe. The message there is clear if unsurprising: people really don't like inflation!“ Cameron Crise 11/2024

Wird Trump deshalb den Fokus auf tiefe Inflation legen?

Wird Trump deshalb den Fokus auf tiefe Inflation legen?

Ein **Drill-Baby-Drill-CPI Schock**? Wir sind gespannt, ob und wie weit die USA das vom Öl dominierte CPI drücken werden

„Today, the US is producing more oil than any other country in history.“ Kevin Crowley 11/2024

„The US currently pumps 13.5 million barrels a day, more than 50% more than Saudi Arabia.“ Kevin Crowley 11/2024

„Yet US oil production has jumped 24% over the last four years and will increase another 6% to 14.1 million barrels a day by 2026, according to BloombergNEF forecasts. That's more than the daily output of Iraq, Iran, Kuwait, Nigeria and Venezuela — combined. The Department of Energy expects exports of liquified natural gas to double by 2030.“ Kevin Crowley 11/2024

Ein Inflation-Fokus wäre komplett gegen den aktuellen Konsens des Trump-Effekts gebürstet. Dies wäre ungemein bullish für den Treasury.

Wir sind skeptisch, der Markt auch:

„We don't know what policy will go through, and to have a hard time fundamentally with an electorate that overwhelmingly voiced the economy and inflation as their number-one concern, Trump running on being the champion against inflation and suddenly bringing inflationary policies back into the electorate, I think that's a challenge. I would take a much more cautious approach, trying to short Treasuries in advance of what tariffs Trump might actually put on.“ John Authers 12/2024

..oder kommt der Konsens-Trump-Trade?

Ein starkes Mandat

„Big Sweep = Big Policies“

Michael Hartnett 11/2024

Höhere Zinsen, steilere Kurve...

„We expect Trump policies to result in a temporary boost to growth and more inflation as additional tariffs raise prices for consumers and businesses. Whereas the supply-side impact of deregulation will lower price pressures, stronger domestic demand will more than offset this, in our view. We thus lift our 2025 calls for the rise in US real GDP from 2.0% to 2.4% and for US headline inflation from 2.3% to 2.5%. We also raise our growth forecast for 2026 by 0.1ppt to 2.1%.“ Holger Schmieding 11/2024

„we remain short duration and steadfast in our belief that President Trump is a “**human steepener**,” as he was back in 2016-2017. “ Marco Papic 11/2024

„T.Rowe Price is suggesting that 10-year yields may reach 5% in the first quarter, potentially climbing to 6% if US fiscal woes worsen. Gulp. The reasons aren't hard to see: tax cuts from the incoming White House administration, together with potential tariffs and immigration policies will hoist yields higher, according to the money manager. “ Simon White 12/2024

...und weniger Zinsreduktionen als der Markt heute einpreist

„expect looser fiscal policy, stronger demand and higher consumer prices (in part due to tariffs on imports) to force the US Fed to cut rates more slowly and by less than otherwise would have been the case. If so, the target range for the Fed funds rate would end up at 4.25-4.5% instead of 3.75-4.0%. (..) More near-term growth, higher prices, elevated fiscal deficits and fewer Fed rate cuts look set to lift US yields further, in our view. We raise our forecast for the US 10-year yield from 4.3% to 4.9% for the end of 2025 and from 4.5% to 5.0% for the end of 2026. “ Holger Schmieding 11/2024

Noch nie hat der Zinsmarkt eine Zinsreduktion mit höheren Zinsen goutiert

„Am 18. September begann das Fed die Zinsen zu senken, was eine überraschende Reaktion auslöste: Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen stieg in den folgenden sieben Wochen um fast 80 Basispunkte. Das ist der stärkste Anstieg nach Beginn eines Zinssenkungszyklus, den wir je gesehen haben. Zugleich schossen die marktbasierten Inflationserwartungen nach oben, und die Konjunkturdaten fielen wesentlich stärker aus als von Ökonomen erwartet. All das deutet darauf hin, dass die amerikanische Wirtschaft nicht auf eine sanfte Landung zusteuert, sondern einfach durchstartet. (..)

der Grund, weshalb der Bondmarkt unmittelbar nach der Wahl so empfindlich reagiert hat: Die Wirtschaft wächst bereits robust, das Fed signalisiert erhebliche Zinssenkungen, und mit Steuerkürzungen und Deregulierung wird jetzt noch einen draufgesetzt.“ Jim Bianco 11/2024

Angebot & Nachfrage verschiebt sich Richtung höhere Zinsen:

Eines ist klar: An **Angebot** fehlt es nicht. Das va-banque-Spiel Yellens könnte die Situation zusätzlich anheizen:

„There are USD 7 trillion worth of bonds maturing next year which must be refinanced by the United States. Why is the maturity profile so skewed? It's because of former Treasury Secretary Yellen. With the administration running huge budget deficits, in order to avoid problems at the long-end of the yield curve Secretary Yellen decided to skew the issuance heavily towards T-Bills. But T-Bills mature quickly, and together with older bonds they now contribute to a gigantic USD 7 trillion maturity wall for the US government. On top of this: US banks are affected by regulatory constraints and they hardly have balance sheet capacity to absorb more issuance. Refinancing at high yields contributes to bigger deficits through net interest payments which have already hit ~1 trillion/year“ Alfonso Peccatiello 12/2024

„Bessent will at least have the authority to dictate how the Treasury chooses to fund itself. Given his apparent disdain for Janet Yellen's decision to significantly boost bill issuance, this implies that coupon-bond issuance will become even more important moving forwards. “ Cameron Crise 11/2024

“Bond markets to become a tougher judge: With public debt burdens at their highest in about 60 years and central banks offloading the bonds they bought in the course of their quantitative easing policies, the private sector will be asked to absorb a great deal of issuance over the coming years. The US, the UK and France will have to shrink their deficits substantially for their finances to continue to pass bond-investor scrutiny. Expect more bond market flare ups until governments concede.“ Holger Schmieding 10/2024

Was macht der neue Treasury-Chef mit dem Ei, das ihm Yellen mit ihrer Stealth Yield Curve Control gelegt hat?

„Bessent is unlikely to follow the same strategy. Writing for his fund, Key Square Capital Management in January of this year, he warned: “Over a medium-term horizon, we believe [high bill issuance] is a risky strategy, and it comes with significant costs. In addition to a higher interest expense, concentrating issuance in short tenors exposes the Treasury to greater volatility via refinancing risks and creates the potential for a financial accident.“ Simon White 12/2024

Dieses Problem könnte zum beherrschenden Thema 2025 werden

„Bessent (will) need to ensure investors keep willing to absorb unprecedentedly large debt auctions that threaten to become even larger. Bessent, 62, knows something about the importance of maintaining credibility with financial markets. (..) The UK furnished a powerful example in 2022, when a government fell after its proposal for unfunded tax cuts prompted a destabilizing selloff in UK government bonds. Trump's incoming vice president, JD Vance, referred to that incident as a “bond market death spiral,” and said before Bessent was picked that among the criteria for choosing the Treasury chief was finding someone able to manage that risk. (..) For now, investors appear largely to be giving the incoming Trump team the benefit of the doubt. (..) Not all observers are optimistic, and for good reason. The past two years have featured periods when concerns about the magnitude of US borrowing surfaced, such as August to October 2023, when the Treasury was ramping up sales of longer-term debt, sending yields higher.“ Liz Capo McCormick 12/2024

Sollte es an **Nachfrage** mangeln, dann kommt automatisch eine höhere Zeitprämie ins Spiel:

„The measure plumbed a generational low of -1.67% in 2020 — driven in part by declining inflation and in the years before that was largely contained by Fed purchases of government bonds as a component of its monetary policy.“ Michael Mackenzie 10/2024

Eine Reihe von ausländischen Gläubigern **fällt** zunehmend **aus**, der Ausländeranteil bei den Treasury-Gläubigern fällt

„Rückläufig ist das Interesse ausländischer Gläubiger, die zuletzt bei neu emittierten, zwei- bis fünfjährigen Anleihen nur noch rund zwölf Prozent des Volumens abnahmen – ein Fünfjahrestief. Bei 7- bis 30-jährigen Papieren pendelte das Niveau in den zwölf Monaten per Ende September bei rund 13 bis 14 Prozent.“ Flossbach Von Storch 12/2024

Für die Treasuries spricht die heftige Bewertung der Aktien

„the equity risk premium , which turned negative on a trailing-earnings basis for the S&P 500 in late September, and on a forward-earnings basis in the past few weeks, pretty much for the first time since 2002. Investors must now, in effect, pay for the privilege of taking on equity risk.“ Simon White 11/2024

Kommt das Schuldenthema nach zehn Jahren wieder in die Zins-Gleichung rein?

Wir reden nicht von einer linearen, sondern von einer hyperbolischen Entwicklung der Schulden: Die U.S. Staatsschulden wachsen aktuell mit USD 5 Milliarden pro Tag

„Die US-Staatsverschuldung wird wie schon in den vergangenen Jahren und Jahrzehnten weiter steigen. Projektionen gehen davon aus, dass ein Präsident Trump bis 2035 den öffentlichen Schuldenberg um 7,75 Billionen Dollar vergrößern könnte. Im schlimmsten angenommenen Fall würde der fiskalische Zuwachs sogar 15,55 Billionen Dollar betragen. Schon im Basisszenario stiege die US-Verschuldung auf 43,6 Billionen Dollar, was rund einer Versiebenfachung seit 2002 entspräche oder einer Verhundertfachung seit dem Sommer 1969“ Flossbach von Storch 12/2024

“Einigkeit besteht nur in einer Sache: Beide Parteien sind entschlossen, die Kreditwürdigkeit Amerikas zu ruinieren“ Jim Grant 11/2024

Wer sie sehen will kann sie sehen: Die Menetekel an der Wand: Steigende Zeitprämien, fallende Corporate Spreads, negative Asset Swap Spreads

„Wir haben das ganze Jahr über mit Nachdruck argumentiert, dass sich die Laufzeitprämie stärker in der Zinskurve reflektieren sollte. Anders gesagt: Investoren sollten besser für das Risiko entschädigt werden, dass sich die Renditen während der Laufzeit einer Anleihe ändern können. Der Grund dafür ist, dass wir uns in den USA bei der Fiskalpolitik schlicht auf einem unhaltbaren Pfad befinden. Das Schatzamt versucht zwar, die Ausgabe neuer Staatsanleihen so gut wie möglich zu steuern, aber irgendwann werden die Probleme hinsichtlich des ausufernden Haushaltsdefizits eskalieren.“ Jeffrey Sherman 11/2024

„There is no guarantee the market will be happy to continue buying longer-term Treasuries at current prices while the government borrows hand over fist and the Fed stokes inflation risks. Term premium is therefore liable to rise as the market extracts a greater margin of safety for holding government debt.“ Simon White 9/2024

„Junk-bond yields have rarely been this low in relation to the Federal Reserve’s benchmark rate, underscoring rich credit-market valuations as investors stay unconcerned about the prospect of a recession. (..) The narrow premium invokes memories of the run-up to the global financial crisis, when spreads were nearly as anemic. In the two years after the gap reached a then-low of 211 basis points in February 2007, investors in junk bonds saw losses of some 23%.“ Ven Ram 10/2024

„with corporate credit spreads tightening despite the exodus from the sovereign benchmark. High-yield spreads have narrowed 150 basis points in the past year - and are near record tightness. Debt capital markets are in rude health with new bond deals this year matching the volumes and variety of credit quality as in the pandemic’s banner years. With so much in Goldilocks territory, Washington must be the problem here.“ Marcus Aschworth 10/2024

Die Arithmetik der Schulden wird immer schlechter

„Higher interest expenses have brought the period of favourable debt dynamics following the financial crisis to an end. Previously, nominal GDP tended to grow at a faster rate than government debt accumulated interest, allowing governments to run budget deficits without the debt-to-GDP ratio rising. Now debt servicing costs have jumped, governments must tighten fiscal policy to avoid the debt-to-GDP ratio spiralling out of control.“ Holger Schmieding 10/2024

„Für nicht besonders «rühmlich» hält Weber auch die Erfolgsbilanz der USA, bei 7% Defizit nur ein Wachstum von 2% zu generieren. Anders gesagt: Die Möglichkeit der US-Regierung, das Wachstum durch weitere schuldenfinanzierte Massnahmen hochzuhalten, scheint der Ökonom offenbar für recht begrenzt zu halten.“ Ulrich Hanke 11/2024

Es wird immer klarer wie asozial die ungehemmte Verschuldungs-Sucht der Regierungen ist. Das Endgame wird schlimmer sein als der Nutzen der Neuverschuldung in guten Zeiten

„Running deficits of 7% of GDP while the economy is growing nicely, as the US did in the last three years, is storing up major trouble for the future. Unless the US engages in a new tax-cutting (or spending) spree after the presidential election, the bond vigilantes will probably still spare the US for the next few years. But if dysfunctional US politics offer no hope of a return to prudence in the foreseeable future or inflation resurfaces, investors will lose patience. At some point in time, markets will likely force the US to adjust its fiscal stance the hard way.“ Holger Schmieding 10/2024

Die Politik hat ihren Handlungsspielraum weitgehend verspielt

„The nonpartisan CBO projected in June that the deficit would average roughly 6% over the coming decade, an estimate that assumes tax rates rise in 2026 after the expiration of much of Trump's 2017 tax-cut package — though that almost certainly won't happen given Republican control of the White House and Congress. It means Bessent will take on the worst trajectory in modern times. (...) Today, a major portion of the deficit comes from the cost of servicing the federal debt load, which has swelled to roughly \$28 trillion from less than \$17 trillion at the end of 2019. As a share of GDP, debt is on a trajectory to exceed even World War II levels. A key challenge is that, as older securities mature, the Treasury has to refinance them at notably higher interest costs — adding further to the deficit. (...) What's left over is so-called discretionary spending. Back in the 1960s, that made up about 70% of the federal total, but it's now little more than a third, according to the Treasury.“ Liz Capo McCormick 12/2024

Ein weiteres Menetekel ist die Performance des Goldes

„Nikko Asset Management's Naomi Fink notes as long as risk appetite persists, the dollar will draw support from wide yield differentials compared to other countries. But nervousness about the US and its fiscal position has prompted a search for other havens, notably gold. The latest budget brinkmanship in Congress can only exacerbate this. Fink said: The rally in gold prices thus far has been less about risk aversion and more about the frantic search among global investors for an alternative to US Treasuries, particularly one that can be held as foreign reserves and serve as a hedge to risk portfolios. John Authers 12/2024

Stehen wir perspektivisch vor einer Renaissance des Gold Standards? ²⁰

Der Median-Konsument braucht keine Zinssenkungen

Die Verschuldung des Konsumenten ist kein Problem, das bedeutet, dass die Konjunktur robust bleibt trotz hohen Zinsen

„But here is an argument for them to feel confident the US doesn't need a major cutting cycle in 2025: (...) US private debt as a % of GDP is now the lowest since 2003 (!). (...) in a world with less private sector leverage, ceteris paribus interest rates can be a bit higher. When there are less mortgages and corporate loans to refinance vis-à-vis higher nominal wages and earnings, the equilibrium interest rates at which the economy can function should be higher. (...) This is why the market feels quite strongly about terminal rates being well above 3% this time. (...) If the Fed embraces this new narrative, we are looking at few (if any) cuts left in 2025. This is because if neutral rates are considered to be higher, the Fed doesn't need to cut rates much more to achieve a neutral policy stance.“ Alfonso Peccatiello 12/2024

Es gibt gute Gründe zu glauben, dass der Arbeitsmarkt stark bleibt

„Slowing labor force growth, an aging population, and an expected decline in immigration suggest that the supply of workers will weigh heavily on the job market in the coming years.“ Indeed 12/2024

„Over the first half of 2025, the US should not experience a recession. There are still more jobs than workers.“ Marko Papic 12/2024

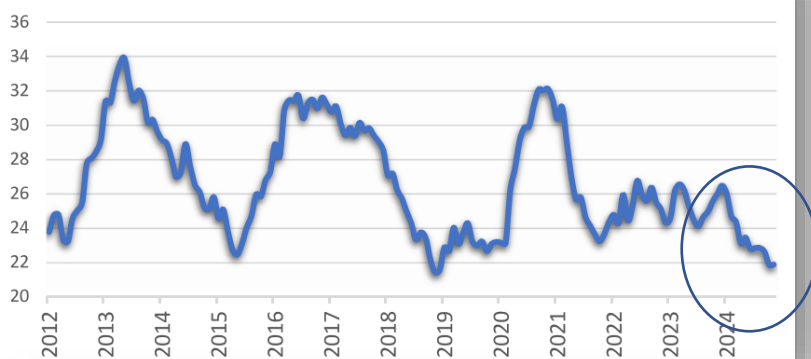
Es gibt kaum Anzeichen, dass es dem Median-U.S. Konsumenten schlecht geht

„Real gross domestic product expanded at a 2.8% annualized pace in the third quarter, and a key measure of inflation fell to within a whisker of the Federal Reserve's target. That's the stuff of sustainable expansions that "lift all boats" and drive real wages higher — a combination that many policymakers dream of.“ Jonathan Levin 11/2024

Der Konsument konnte sich auf höhere Zinsen vorbereiten

„But because the Fed left rates so low during the pandemic, higher-for-longer rate policy will prove less effective as a macro tool. That's simply because most upper-middle class households in the US have already locked in mortgage rates. The result is higher mortgage rates as an outgrowth of higher for longer and low available housing inventory, raising house prices. With many homeowners insulated from higher rates and earning higher rates of interest to spur growth, the Fed would need to raise rates, not reduce them more slowly, in order to slow the economy and reduce inflation. Moreover, the prospect of larger fiscal deficits and tariffs under a second Trump Administration promises to raise inflation further in the future. Companies like Walmart are already saying they will have to raise prices to pass through tariff costs.“ Edward Harrison 11/2024

China Credit Impulse



China Li Keqiang vs China Credit Impulse

(angeglichen) 4 Monate Vorlauf

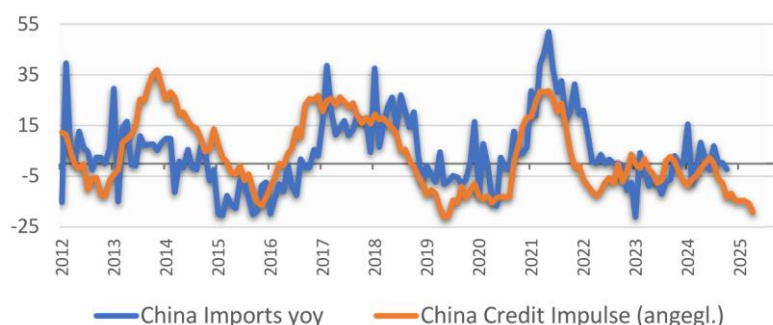


Vorlauf 4 Mt

Rollende 2-Jahreskorrelation 0.54

China Imports vs China Credit Impulse

(angeglichen) 6 Monate Vorlauf

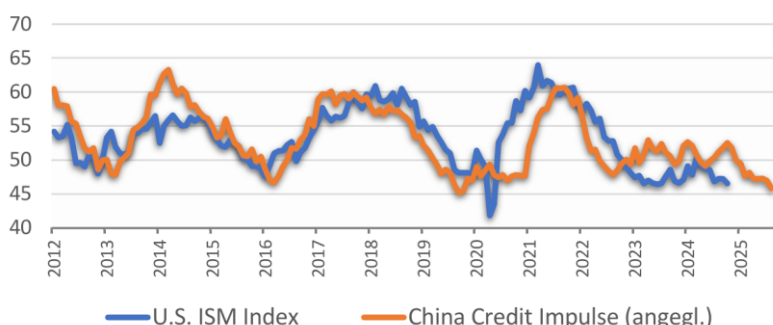


Vorlauf 6 Mt

Rollende 2-Jahreskorrelation 0.50

U.S. PMI vs China Credit Impulse

(angeglichen) 10 Monate Vorlauf



Vorlauf 10 Mt

Rollende 2-Jahreskorrelation 0.62

China ist wohl in einer Balance-Sheet-Recession

Eine Balance Sheet Recession muss mit Fiskaldefiziten behoben werden, wie das Beispiel Japan zeigt.

China ist aber bereits stark verschuldet

Die Welt wartet auf Einzelheiten zum angekündigten chinesischen Stimulus

China wirkt sich bereits seit geraumer Zeit deflationär aus für den Westen.

Kommt kein überzeugender Stimulus, dann dürfte sich daran im 2025 kaum etwas ändern.

„The era of making easy money from China seems behind us. Nonetheless, the country's sheer scale and prominence in the global supply chain means economic dynamics there can affect investment portfolios that don't have direct exposure. What happens in China doesn't just stay in China.“ Shuli Ren 12/2024



China wirkt deflationär auf den Westen und es droht ein Crash im Yuan

Sollte der Stimulus der chinesischen Regierung nicht stark ausfallen, dann sehen wir uns mit dem Chaos-Potential des Renmimbi im 2025 ausgesetzt



„China wird einen eigenen Weg gehen. Es wird eine Geldpolitik betreiben wollen, die seine internen Probleme adressiert, und es wird seine Schulden inflationieren wollen. Das bedeutet, dass Peking das Ziel aufgeben muss, den Yuan zum Dollar zu pflegen. Im Grunde wird Chinas Geldpolitik erwachsen, und das bedeutet, dass sich der Wechselkurs des Yuan frei bewegt. Das wird zu einer Abwertung des Yuan führen.“ Russel Napier in The Market 12/2024



Unser optimistischer central case für die U.S. Zinsen ist nicht unumstritten im Markt:

„The FOMC is struggling through one of the greatest communication challenges it has ever faced“

BNP 12/2024

„The Federal Reserve is as clueless as markets“

Jonathan Levin 12/2024

„It is unclear why the Fed embarked on easing policy at all this year, with a resilient economy, sticky inflation and financial conditions very loose“

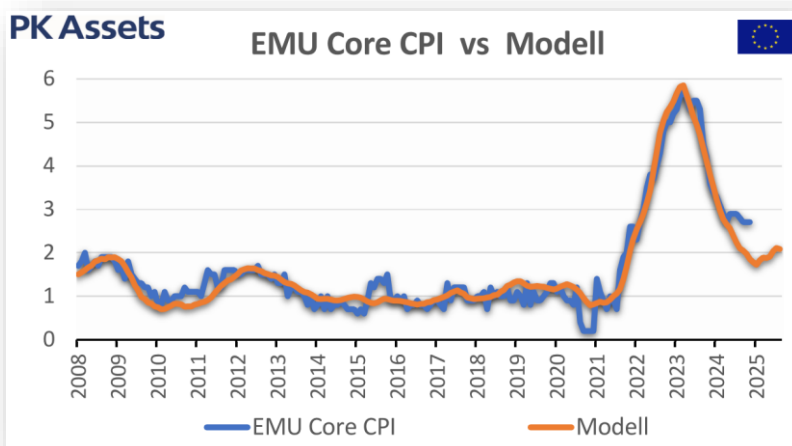
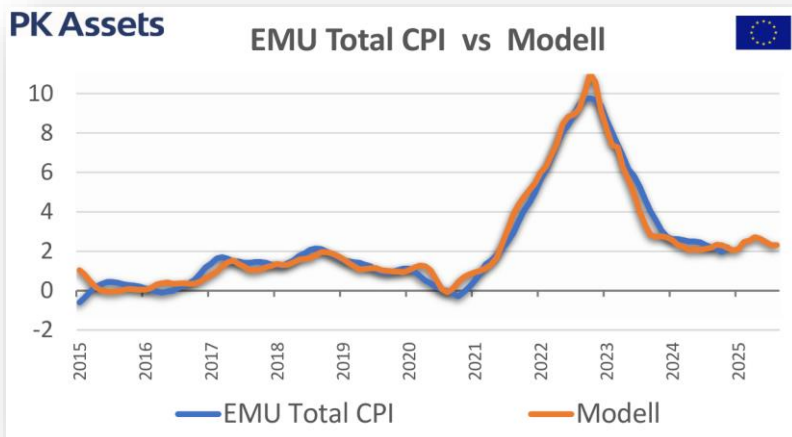
Simon White 12/2024



Zinsen Europa: Thesen

Bullish

- Unsere Inflationsprognose sieht 2% als realistisch für Europa für den Bereich unseres Prognosehorizontes.
- 2%, aber nicht tiefer.
- Mit einer wichtigen Wildcard: Das CPI wird mit wenig Vorlauf von den Gaspreisen, Strompreisen, FAO Foodpreisen und globalen Lieferkettenpreisen dominiert
- Wir sehen eine Beruhigung bei den Lohnkosten, allerdings auf happigem Niveau, das ist ein Head Scratcher für die EZB
- Die Konjunktur zeigt wenig Dynamik, die Stimmung insbesondere in Deutschland und Frankreich ist schlecht
- Die wichtigen „Inflationserwartungen“ bilden sich ebenfalls zurück, aber nur sehr langsam, immerhin, sie sind jetzt beim Notenbankziel von 2%
- Unser Fazit für die EZB: Sie kann, ja sie muss wohl weitermachen, trotz fehlendem Unterschiessen der Teuerungsrate, das Risiko von einem Abkippen der Wirtschaft ist zu hoch
- Unser Modell für die europäischen Zinsen bzw. den Deutschen 10Y Bund ist denn auch bullish, er kann sich dem Sog tieferer Leitzinsen kaum entziehen
- Die hartnäckige Dienstleistungsinflation ist der letzte Domino der fallen muss.



Inflationsprognose:

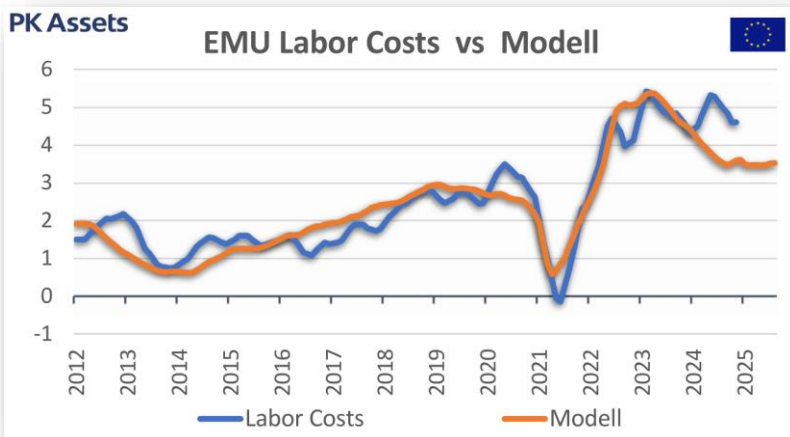
Auch hier: 2%, aber nicht tiefer

Modelle und Vorläufer zeigen:

- Das **EUR Total CPI** ist eng korreliert mit dem **U.S. CPI** (3Mt Vorlauf) und **unser Prognosemodell für das U.S. CPI** impliziert eine EUR Teuerungsrate von unter 2% für 2025
- Allerdings folgt das Total CPI mit wenig Abstand den **Gaspreisen**, **Strompreisen**, **FAO Foodpreisen** und globalen **Lieferkettenpreisen**
- Das **EUR Core CPI** ist eng korreliert mit dem **U.S. Core CPI** (6Mt Vorlauf) und **unser Prognosemodell für das U.S. Core CPI** impliziert eine EUR Teuerungsrate von unter 2% für 2025 fallende Teuerung
- Die Pipeline, insbesondere die **Lieferketten** zeigen, dass eine Inflation von deutlich unter 2% nicht auszumachen ist

Unser Modell ist nicht weit weg von der EZB selbst:

„The ECB did lower its inflation forecasts, but not nearly to a degree that many in the markets may have hoped. It still expects HICP inflation at 2.1% next year — so the central bank’s economists don’t quite see the undershoot in inflation that the markets were worrying about. Worse, they see core inflation hovering around 2.3%.” Ven Ram 12/2024 27



„The big surge in wages to recoup losses in purchasing power from the earlier spike in energy and food prices seems to be petering out“

„Im Euroraum sieht es hingegen vollkommen anders aus bei der Inflation. Dort sind die 2% in Reichweite. Hinzu kommt, dass die Tarifvertragspartner den Ernst der Lage verstanden haben. Auch die Lohnkosten werden klar herunterkommen. Folglich kann die Europäische Zentralbank die Zinsen weit stärker senken als die amerikanische. Auf 2% im Sommer und dann sogar bis auf 1,75% Ende 2025.“ Karsten Junius 12/2024

Lohnkostenprognose:

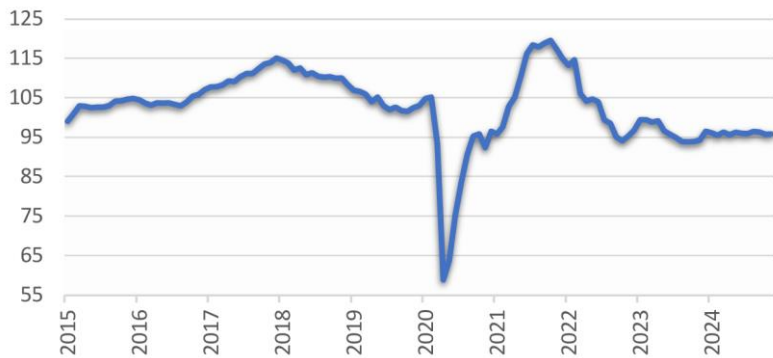
Beruhigung bei den Lohnkosten, allerdings auf happigem Niveau, Headache für die EZB

Modelle und Vorläufer zeigen:

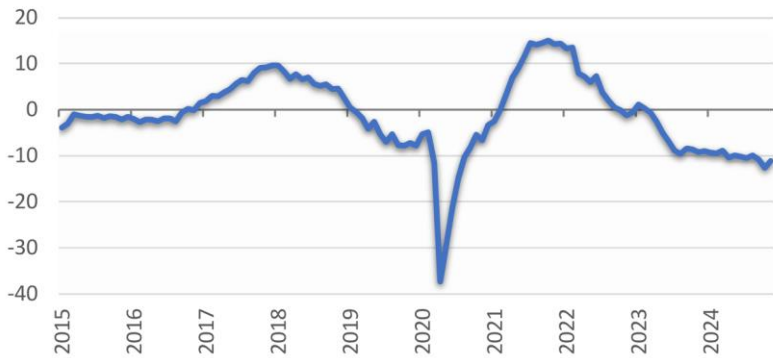
- Der Modell-Fit ist nicht perfekt, aber..
- ..die Löhne folgen der **Teuerung** und gemäss unseren Teuerungsmodellen für Core und Total CPI ist eine deutlich moderatere Wachstumsrate zu erwarten
- Die Löhne folgen selbstverständlich auch dem **Arbeitsmarkt**, dieser impliziert anhaltend hohe Lohnkostensteigerungen, genauso wie die **Taylor-Regel**
- Die Löhne sind auch korreliert mit dem **BIP** und zwar mit 12 Mt Vorlauf, die spricht für moderates Lohnwachstum
- Ein weiteres wichtiges Indiz bietet der **Indeed-Wage Tracker** für Europa, ebenfalls ein moderates Mosaiksteinchen

„The big surge in wages to recoup losses in purchasing power from the earlier spike in energy and food prices seems to be petering out“

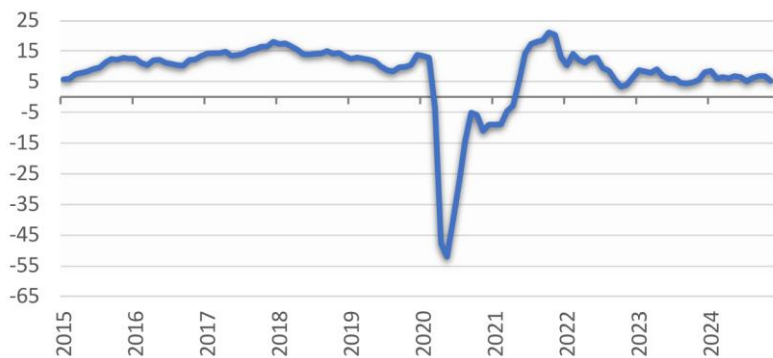
EC Economic Sentiment



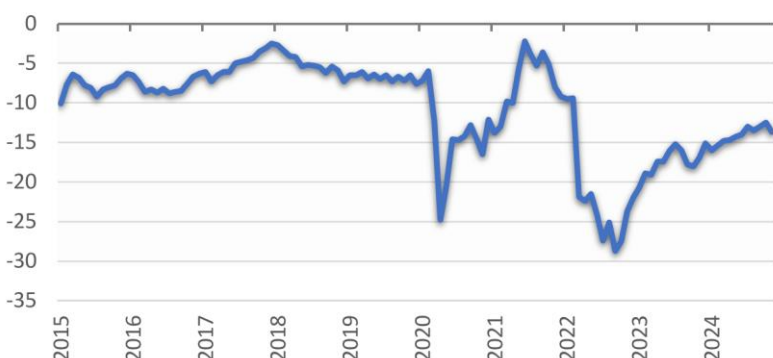
EC Manufacturing Sentiment



EC Service Sentiment



EC Consumer Sentiment



Sentiment-Indikatoren:

Kaum Dynamik in der Konjunkturabsehbar

Die Stimmung könnte mieser fast nicht sein:

„ECB's Professional Forecasters now expect 5-year GDP growth in Europe to come in at only 1.3% - the lowest level ever.

Prior to the Great Financial Crisis, this number used to be consistently above 2.0% in real terms. So while we are talking about the "Roaring 20s" for the US, and while we are watching countries like India perform particularly well we are left to answer some tough questions in Europe. Why is growth so low, and expected to remain so sluggish? An imperfect European infrastructure, and no improvement in sight: we run a "union" under one monetary policy, different fiscal policies, and without a banking or capital markets union. Poor productivity, and no structural reforms: while touted the whole time, European politicians are really not busy with reforms to structurally improve productivity. In Italy, women labor force participation rate is not even at 60%...

- *Bad demographics, and worsening;*
- *No appetite for true innovation;*
- *Instead an insatiable appetite for more and more regulation*

*Europe is slowly dying.**

Alfonso Peccatiello 11/2024

„Stall Speed“?

Strömungsabriss in der europäischen Konjunktur?



EUR 5Y5Y Inflationserwartungen



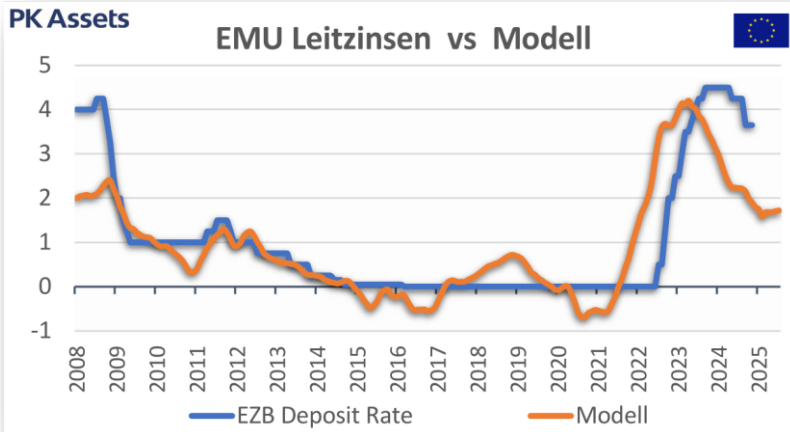
Inflationserwartungen:

Die „Inflations-
Erwartungen“ bilden sich
ebenfalls zurück, aber nur
sehr langsam

Immerhin, sie sind jetzt beim
Notenbankziel von 2%

EUR 5Y Inflation Swaps





Leitzinsbewertung der EZB:

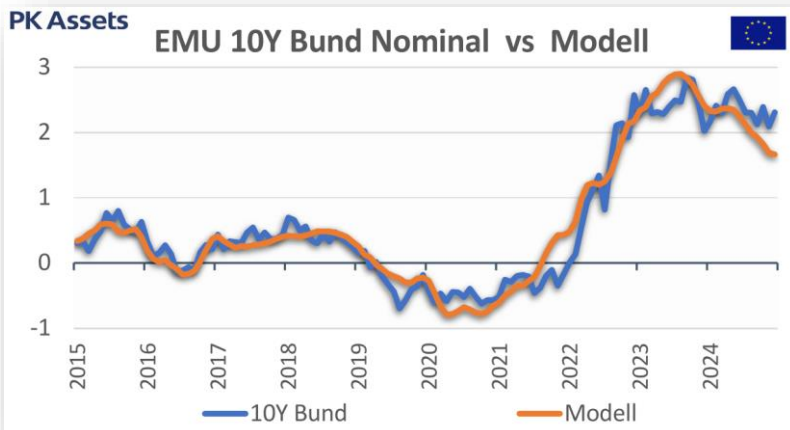
Die EZB kann weitermachen mit Zinssenkungen

Modelle und Vorläufer zeigen:

- Unsere **Modelle für die Teuerung und die Löhne** sprechen für deutlich tiefere Leitzinsen
- Ebenso die **Breakevens** und Inflation Swaps
- Die **Taylor-Regel** zeigt eher hohe Leitzinsen an
- Die **Arbeitslosenrate** (invers) deutet auf konstant hohe, sogar höhere Leitzinsen
- Wir glauben, dass die EZB die Leitzinsen **unter 2%** drücken wird, um eine **stimulierende Wirkung** zu erreichen (negative Realzinsen)

Die Markterwartungen:

Aktuell	3.00
6/2025	1.90
12/2025	1.75



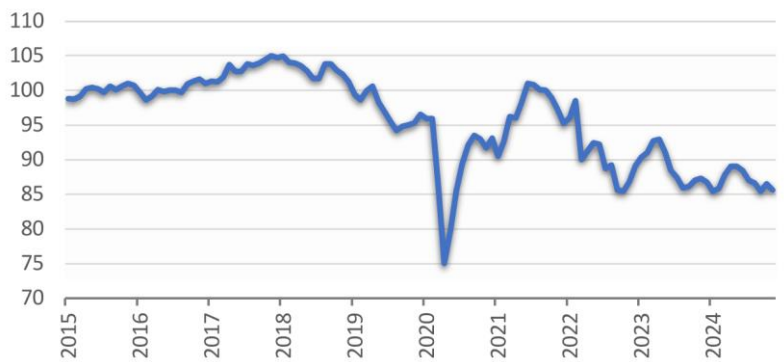
Unser Modell für den Deutschen 10Y Bund ist bullish

Der Sog tieferer Leitzinsen

- Die deutschen Zinsen sind hoch korreliert mit dem **Leitmarkt USA**, unser Zinsmodell für den US Treasury spricht für anhaltend hohe Zinsen
- Die Verankerung durch die **EZB-Leitzinsen** bleibt wirksam, unser Modell hierfür ist bullish
- Wir glauben, dass die EZB die Leitzinsen unter 2% drücken wird, um eine stimulierende Wirkung zu erreichen (negative Realzinsen)
- Die **Breakeven** sind sehr wichtig und sprechen für tiefere Zinsen
- Das **QT** bestimmt ebenfalls die Zinsen mit und hält die Zinsen oben
- Das **Lohnmodell** zeigt kaum grosse Sekundäreffekte in der Teuerung voraus und ist bullish
- Die hartnäckige **Dienstleistungsinflation** ist der letzte Domino der fallen muss:

„Ein Sorgenkind ist die immer noch hohe Dienstleistungsinflation, sodass ein wichtiger Teil der Disinflation erst noch eintreten muss. So stiegen die Dienstleistungspreise im November mit 3,9 Prozent unverändert stark an.“
Flossbach von Storch

German IFO



Industrie vor grössten Herausforderungen seit dem zweiten Weltkrieg, politische Polarisierung, Diskussionen über Schuldenbremse, Ukraine

Zwischen Hammer und Amboss: Zwischen China und Trump

„VW, Mercedes and BMW are each only worth about half of BYD's stock-market value.“

“Even more than other international peers, Germany's automakers have gone all in on China. While some rivals have cut their losses, the Germans aren't giving up, shifting more resources in an effort to claw back market share. But it looks like an uphill fight as Beijing actively seeks to build up its own manufacturers. (..) The reasons for doubling down are clear. With Europe's auto market probably past its peak and the US saturated, there's no viable alternative to China for a similar level of volumes and profits. That raises concerns given their massive footprint in China. As a group, Germany's carmakers operate a network of over 40 factories — more than in their homeland. That's too much investment to simply give up on — and explains why they oppose the European Union's plans to levy tariffs on China's cheap electric cars.” Bloomberg News

Deutschland hat auf die Karte China gesetzt

“China and the EU are each other's largest trading partners”

Opfert Deutschland auf dem Altar der Dekarbonisierung seine Industrie?

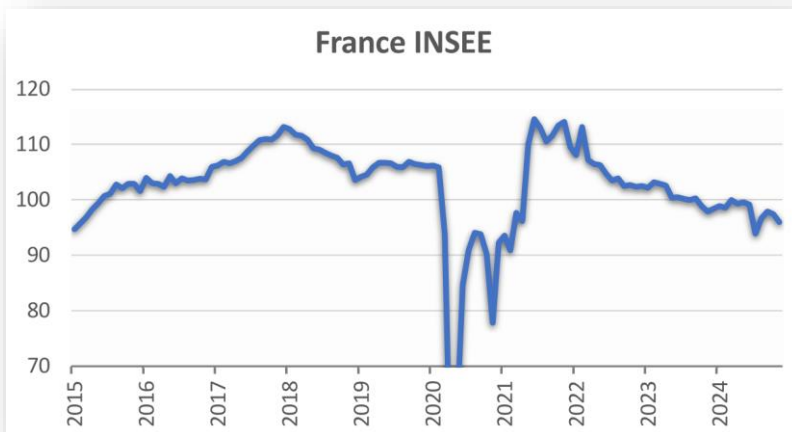
(Bloomberg) -- Germany's energy consumption is poised to drop to the lowest level since reunification as Europe's largest economy stalls

«MAGA (Make America Great Again) trifft auf MESS (Make Europe Still Smaller).» Norbert Tofall 11 2024

«Klimapolitik ist heute ein Einfallstor für staatlichen Dirigismus» Flossbach von Storch 12/2024

Auch in Deutschland ist das Menetekel für alle sichtbar

„Shockingly, for the first time, 10-year bund yields have risen above those of interest-rate swap rates — the liquid derivatives that enable banks to hedge longer-dated fixed-coupon risk for floating short-term interest rate exposure, or vice versa. With more than €50 trillion (\$54 trillion) outstanding across maturities, the spread between swaps and government bonds is a key barometer of stress in the system. It's pointing now more to government overspending than any banking or real economy wobbles. It shows that sovereign premium is unraveling fast meaning the market's evaluation of German state credit quality is comparable to the banking system it oversees. Negative swap spreads, where government yields rise above swaps, do occur in other markets such as the US and UK, but these are propelled by complicated pension-fund regulations that aren't a factor in Germany. Bloomberg News



Staatsquote, Ausgaben, Schulden, Polarisierung: **Downgrade**

Das Land zerfällt in Links und Rechts, beide mit kommunistischen Rezepten

Die Situation ist hoffnungslos:

Einen ausgeglichenen haushalt kann Frankreich schon seit einem halben Jahrhundert nicht mehr aufweisen

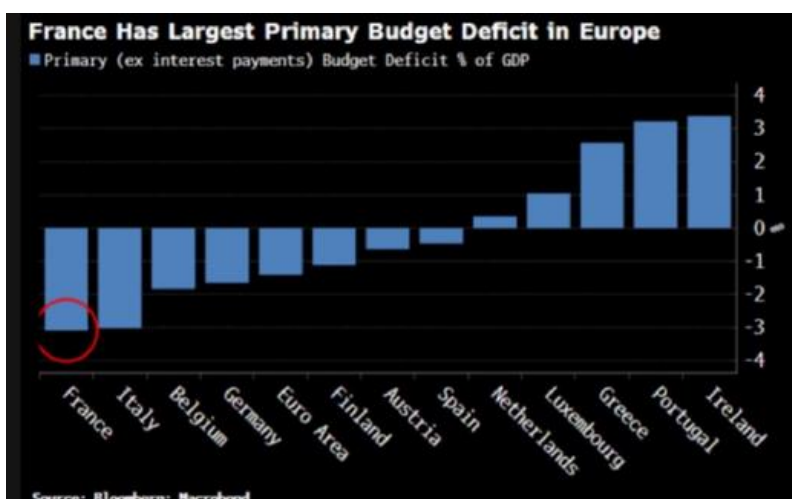
Fitch:

„We have raised our fiscal deficit forecasts for 2025 and 2026 to 5.4% of GDP, and do not expect the government to meet its revised medium-term deficit forecast to bring the deficit below 3% of GDP by 2029. France's expenditure/GDP ratio is structurally among the highest in our sovereign rating universe, while taxation levels are already very high.“

Das Land ist parlysiert:

„It may need to take spreads close to Italy for the French elites to do something.“ Daniel Loughney 12/2024

Der Zinsmarkt hat aber noch gar nicht begonnen, Frankreich zu bestrafen



„While much of the narrative has revolved around the level of OAT spreads to bunds, the two markets are still moving in the same direction. Yields have come down sharply in both France and Germany in recent weeks; German yields have just fallen a bit more. (..) As a reminder, real crisis comes when a peripheral country's yield moves in the opposite direction to Germany's. At this point, there's nothing like that going on.“ Cameron Crise 12/2024

Real Effektiver Wechselkurs USD & EUR



Der Euro vor der Parität gegen den USD?

Zwischen Unterbewertung und Realzinsdebakel

Der USD hat sich in den letzten 4 Jahren deutlich aufgewertet, auch auf REER-Basis, nach Abzug der relativen Inflation

Er sieht jetzt sehr teuer aus.

Umgekehrt hat sich der EUR weder auf- noch abgewertet, er sieht also günstiger aus als der Dollar

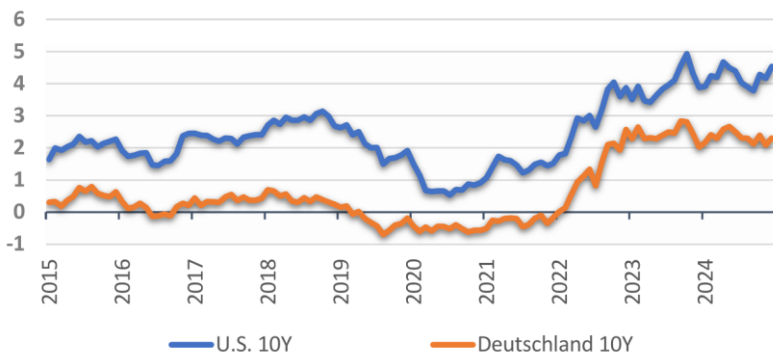
Auf der anderen Seite wächst die Zinsdifferenz des USD zum EUR.

Und dieser Effekt treibt den EUR/USD-Kurs nach unten

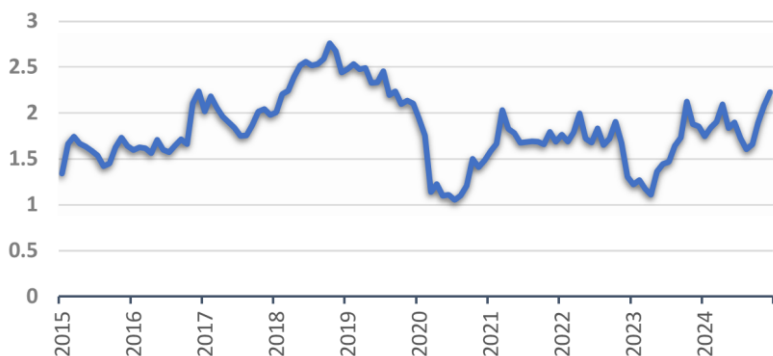
Ein billiger Euro sorgt für höhere importierte Inflation, erschwert also die Arbeit der EZB.

Handkehrum droht von China eine deflationäre Wirkung.

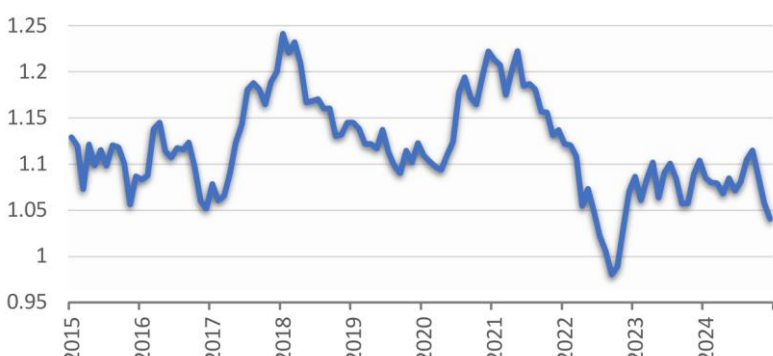
Zinsen USA vs Deutschland



Rendite-Pickup U.S. vs. DE



EUR/USD



„Chinese producers don't need a devaluation. China's \$1 trillion trade surplus shows they're competitive: China is so competitive that Chinese industrialists should be taking all of their foreign profits and reinvesting domestically hand over fist. But this is not happening because entrepreneurs' confidence has been shot to pieces over the past few years... The constant talk of US and EU tariffs is not much of an encouragement to build the next factory.“ Louis-Vincent Gave 12/2024

„China steht für 30% der gesamten globalen Produktion, aber nur für 14% des globalen Konsums“ Jörg Wuttke 7/2024

„Of 13 key technologies tracked by Bloomberg researchers, China has achieved a global leadership position in five of them and is catching up fast in seven others. That means the world outside the US is increasingly driving Chinese electric vehicles, scrolling the web on Chinese smartphones and powering their homes with Chinese solar panels.“ Bloomberg 10/2024

Die chinesische Bilanz-Rezession verschärft die europäischen Probleme

Die chinesische Überproduktion sucht seinen Weg nach Europa

Europäische Players werden systematisch aus dem chinesischen Markt rausgedrängt

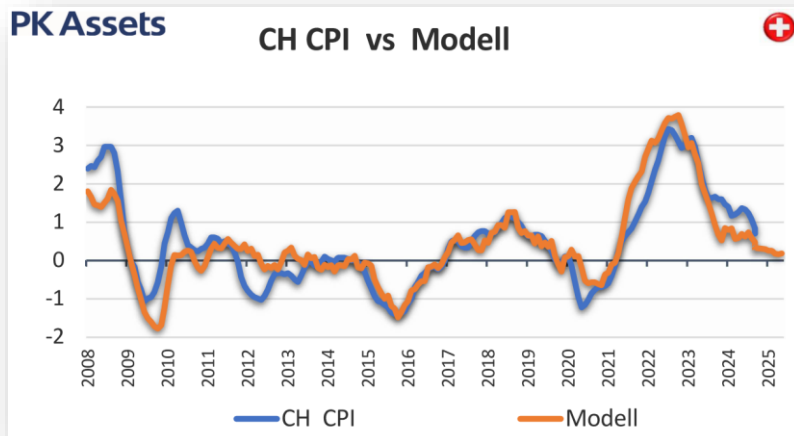
Von der Dekarbonisierung in Europa profitieren v.a. chinesische Produzenten; dadurch, dass diese v.a. über Bürokratie erfolgt, leiden aber v.a. inländische Produzenten



Zinsen Schweiz: Thesen

Neutral: Kommen wieder Negativzinsen?

- Die Inflation dürfte weiter Richtung Null streben, dank dem starken Franken, aber eine Deflation ist nicht auszumachen
- Anders als in Europa und den USA gehen auch die Dienstleistungspreise runter in der Schweiz
- Die SNB lässt sich von der EZB und vom Euro runter treiben, ansonsten liegen die tiefen Leitzinsen quer in der Gegend
- Gemäss unserem Teuerungsmodell für die CH sind die aktuellen Leitzinsen angemessen
- Die CH Kernteuerung ist bei 0.9, und dafür sind die Leitzinsen zu tief
- Auch für die Taylor-Regel sind die Leitzinsen zu tief
- Auch für die Arbeitslosenrate sind die Leitzinsen zu tief
- Was die SNB wirklich umtreibt ist der EUR/CHF-Kurs, der für anhaltenden Abwärtsdruck auf die SNB sorgt
- Unser Modell für den CH 10Y Eidgenossen ist neutral, v.a. wegen der SNB-Reaktionsfunktion
- Nullzinsen sind faktisch zurück
- Die CH-Zinsen sehen nicht nur absolut, sondern auch relativ zu Deutschland hässlich aus
- Ist der CH-Zinsmarkt zu weit gegangen?
- Der Schweizer Ordoliberalismus stirbt langsam und leise
- Wir verstehen, dass die SNB Negativzinsen nicht ausschliessen will, aus taktischem Kalkül
- Die Schweiz sollte nicht den Weg Europas gehen und der Marktskepsis noch mehr Raum geben

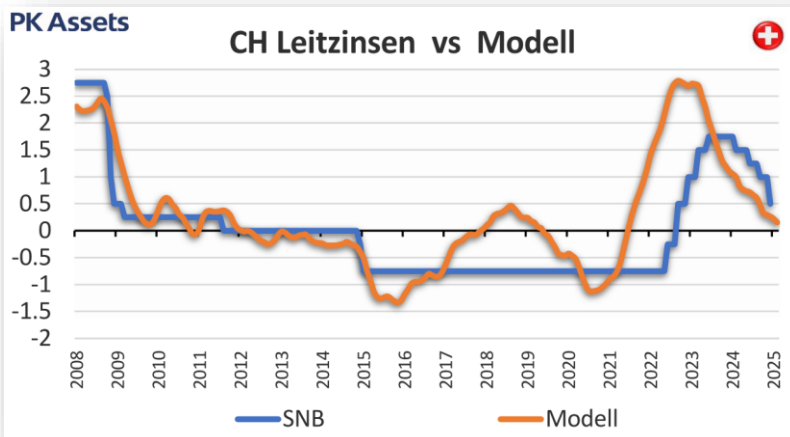


Inflationsprognose:

Die Inflation dürfte weiter Richtung Null streben, dank dem starken Franken, aber eine Deflation ist nicht auszumachen

Modelle und Vorläufer zeigen:

- Die CH Teuerung ist erstaunlich hoch korreliert mit dem **US-CPI**, mit einem Abstand von 3 Monaten, wie auch mit dem **EUR-CPI**, mit einem Abstand von 4 Monaten, beide sprechen für moderate Teuerung am unteren Ende des Ziel-Spektrums
- Die **Importierte Inflation** ist nahe Null
- Anders als in Europa und den USA gehen auch die **Dienstleistungspreise** runter in der Schweiz
- Die **Strompreise** ziehen wieder etwas an, könnten aber im Januar wieder zurück genommen werden
- Im **chinesischen PPI** scheint sich die Deflation zu entspannen



„Eine Zinssenkung um 50 Basispunkte wurde hingegen zumeist nur dann vorgenommen, wenn sich die Konjunktur sehr rasch eintrübte und die Preisstabilität bedrohte – etwa aufgrund einer Finanzkrise, einer Rezession oder einer deutlichen Überbewertung des Frankens. **Nichts davon ist derzeit zu beobachten:** Die Finanzmärkte sind gutgelaunt. Die Schweizer Wirtschaft wächst zwar unterdurchschnittlich, ist aber weit von einer Rezession entfernt. Die Inflation als wichtigster Indikator für die Nationalbank liegt mit 0,7 Prozent komfortabel im geldpolitischen Zielbereich. Und der Franken ist nominal zwar erstarkt, doch bereinigt um die tiefere Teuerung in der Schweiz entwickelt sich der reale Wechselkurs erstaunlich stabil. Selbst die Industrie klagt kaum noch über einen überbewerteten Franken, sondern leidet primär unter der schlechten Verfassung von Absatzmärkten wie Deutschland.(...) Es ist zu befürchten, dass die Wirkung der markanten Zinssenkung eng begrenzt bleiben wird. Ein Investor, der in diesen global unsicheren Zeiten einen sicheren Hafen für sein Geld sucht, wird sich wegen einer leicht tieferen Verzinsung nicht vom Franken abschrecken lassen. Entsprechend dürfte die Auswirkung des Zinsschritts auf den Frankenkurs kaum nachhaltig sein.“ Thomas Fuster 11/2024

Die Markterwartungen:

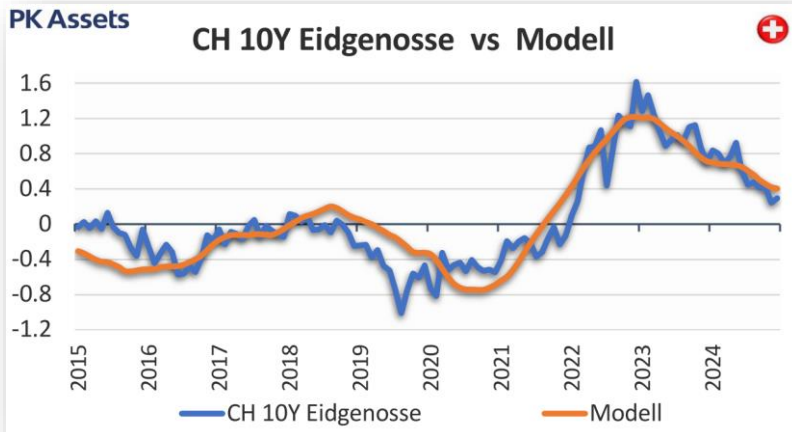
Aktuell	0.50
6/2025	-0.05
12/2025	-0.10

Leitzinsbewertung SNB:

Die SNB lässt sich von der EZB und vom Euro runtertreiben, ansonsten liegen die tiefen Leitzinsen quer in der Gegend

Modelle und Vorläufer zeigen:

- Die SNB-Geldpolitik ist eng verwoben mit derjenigen der **EZB**, zuletzt aktiv und präemptiv, die Politik des **Fed** ist nur mittelbar entscheidend
- Unser EZB-Modell** spricht demnach für anhaltenden Abwärtsdruck
- Gemäss **unserem Teuerungsmodell** für die CH sind die aktuellen Leitzinsen angemessen
- Die **CH Kernteuerung** ist bei 0.9, und dafür sind die Leitzinsen zu tief
- Auch für die **Taylor-Regel** sind die Leitzinsen zu tief
- Auch für die **Arbeitslosenrate** sind die Leitzinsen zu tief
- Was die SNB wirklich umtreibt ist der **EUR/CHF-Kurs**, der für anhaltenden Abwärtsdruck auf die SNB sorgt



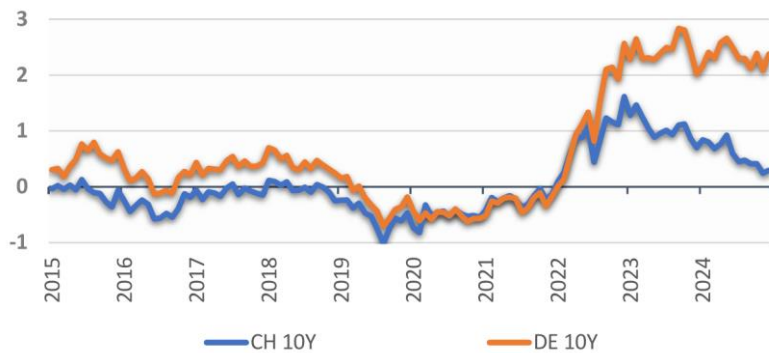
Unser Modell für den CH 10Y Eidgenossen ist neutral, v.a. wegen der SNB-Reaktionsfunktion:

Nullzinsen sind faktisch zurück

Modelle und Vorläufer zeigen:

- Unser **SNB-Leitzinsmodell** ist weiterhin bullish für die Zinsen, die SNB hat mit den Zinsreduktionen wohl nicht abgeschlossen
- Gemäss **unserem Modell für den Bund** ist der Eidgenossen-Zins zu tief
- Erst recht für **unser Fed-Modell**
- Gemäss **unserem CH CPI-Modell** sind die Zinsen angemessen

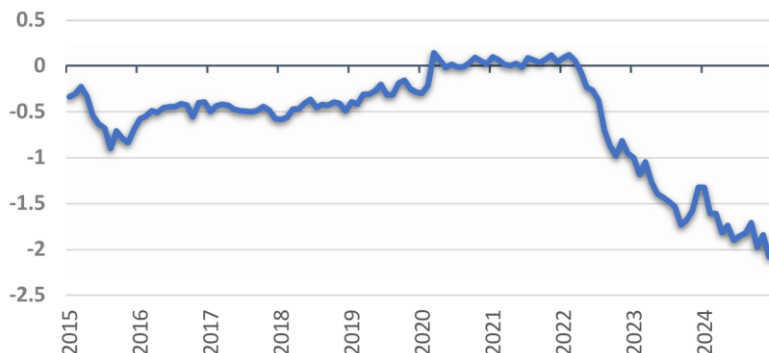
Dislokation CH und DE-Zinsen



Die CH-Zinsen sehen nicht nur absolut, sondern auch relativ zu Deutschland hässlich aus

Ist der CH-Zinsmarkt zu weit gegangen?

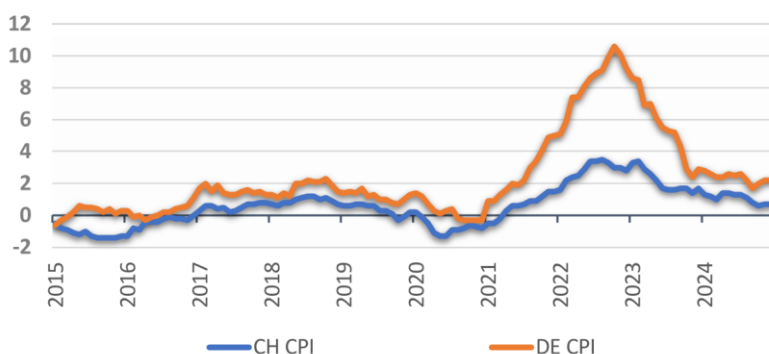
Zinsdifferenz CH vs DE



Die Zinsen in der Schweiz und in Deutschland (Proxy für Risk-Free-Eurozone) sind in den letzten zwei Jahren in einem Ausmass **auseinander gegangen**, wie es zuvor kaum als möglich erachtet worden wäre

Und die Zinsdifferenz **wächst weiter**

Dislokation CH und DE-Teuerung



Ursache für die Zinsdislokation war eine entsprechende **massive Schere in der relativen Teuerung**

Diese ist zuletzt aber **markant abgeschmolzen**

Zurück bleiben ausgesprochen **unattraktive CH-Zinsen**

Reale Zinsdifferenz CH vs DE



„Mit Strukturhaltung wird die deutsche Wirtschaft nicht aus der Misere herausfinden. Denn die Wettbewerbsfähigkeit der Industrie erodiert schon deutlich länger: Aktuell liegt die Industrieproduktion um 5 Prozent tiefer als noch im Jahr 2011. Diese Entwicklung ist sogar schlechter als in der Euro-Zone, welche das Niveau immerhin halten konnte. In der Schweiz dagegen ist der industrielle Output in der gleichen Periode um 40 Prozent gestiegen. Notabene schaffte die Wirtschaft diesen Effort, obwohl der Franken zum Euro um 25 Prozent zulegte. (..)

«Der Name Deutsche Mark ist ebenso untrennbar mit Wiederaufbau und Wohlstand wie mit dem hohen Grad gesellschaftlicher Stabilität dieses Landes verbunden», so lobte der damalige Bundesbankpräsident Hans Tietmeyer kurz vor der Abschaffung der eigenen Währung. Diesen Trumpf hat Deutschland leichtfertig aus der Hand gegeben und ist ab 1999 ins Lager der Weichwährungsländer gewechselt. (..)

Der Crash fiel heftig aus: Südeuropa musste sich einer Roskur unterziehen. Derweil sprang Deutschland mit grosszügigen Krediten in die Bresche. Und zog trotzdem den Hass der Südländer auf sich. Denn die Deutschen konnten – vermeintlich – sämtliche Früchte der Einheitswährung für sich einheimsen. Der billige Euro wirkte für die Exportfirmen wie ein gigantisches Subventionsprogramm: Dank dem Übertritt von einer Hart- zu einer Weichwährung explodierten die Ausfuhren der deutschen Industrie. Der Exportüberschuss kletterte in nur sieben Jahren von 60 auf 200 Milliarden Euro. «Wir sind Exportweltmeister», jubelte Deutschland. In Wahrheit jedoch wirkten die künstlich aufgeblähten Überschüsse wie ein süsses Gift. Das Strohfeuer überdeckte zudem, dass die Produktivitätsfortschritte schon damals stagnierten. (..)

Die deutsche Wirtschaft hingegen, verwöhnt durch das Export-Dumping mit dem günstigen Euro, entging diesem Anpassungsdruck. Nun aber erweist sich die übermässige Abhängigkeit von der Schwerindustrie und der Massenproduktion als Bumerang. Die rückständige Struktur zeigt sich etwa darin, dass energieintensive Branchen wie die Chemie, Metallverarbeitung und Papierherstellung 80 Prozent des industriellen Energiebedarfs beanspruchen, jedoch nur mit 16 Prozent zur Wertschöpfung beitragen. (..)

Der jüngste Inflationsschub hat indes eindrücklich vor Augen geführt, wie eine Weichwährung den Wohlstand untergräbt. Seit Ende 2020 summiert sich die Teuerung in Deutschland auf schmerzhaft 19 Prozent. In der Schweiz sind die Preise derweil um lediglich 7 Prozent gestiegen. Denn die SNB liess den Franken bewusst aufwerten, um die importierte Inflation zu dämpfen. (..)

Die deutschen Verbraucher zahlen somit einen hohen Preis für die Abschaffung der D-Mark. Wenn dieser Verzicht wenigstens die Industrie gestärkt hätte. Doch das Gegenteil ist der Fall: Der schwache Euro ist mitverantwortlich dafür, dass die Unternehmen nötige Strukturbereinigungen verschlafen haben. Eigentlich wäre zu erwarten, dass die schädliche Wirkung des Euro zu heftigen Debatten in der deutschen Öffentlichkeit führen würde. Weit gefehlt: Was dem Land durch die Aufgabe einer unabhängigen Währung entgeht, ist kaum noch ein Thema. Man begegnet der Einheitswährung zunehmend mit Fatalismus. Stattdessen müsste Deutschland darauf hinarbeiten, dass der Euro nicht noch mehr zu einer Weichwährung verkommt. Im Gegensatz jedoch zu früher fehlen die Fürsprecher einer stabilitätsorientierten Geldpolitik vom Schlage eines Jens Weidmann. "Die Abschaffung der D-Mark war ein Fehler, Albert Steck NZZ 1/2024

Deutschland bringt seine Industrie mit Subventionen um, Zeit für eine Wende, auch in der Schweiz

Im einem hervorragenden Artikel von Albert Steck (Auszüge links) wie ihn nur die NZZ liefern kann, ist die ganze Tragödie Deutschlands ablesbar

Es ist ein Kampf gegen eine grosse Lobby und gegen die Mehrheit der Medien

„Also ich finde, die SNB ist gar nicht so schwierig zu prognostizieren. Als Erstes sollte man sich fragen, ob sie bei ihren Inflationsprognosen überrascht worden ist. Das lässt sich aus den Inflationsveröffentlichungen rasch ableiten. Und dann muss man sich überlegen: Ist die Konjunktur unter- oder überausgelastet? Schliesslich gilt es, dafür das geeignete Politikinstrument auszuwählen. Wenn der reale Frankenkurs wie jetzt kaum überbewertet ist, kommen nicht Wechselkursinterventionen, sondern Zinsschritte zum Einsatz. Und je nachdem, ob die Kommunikationspolitik der SNB wie dieses Mal schon ausgereizt ist oder nicht, variiert das Ausmass des Zinsschritts. Wir gehen davon aus, dass er **schon Mitte 2025 auf 0% gesenkt wird**.“ Karsten Junius 12/2024

„Schlegel has said that the SNB's regime allows it to tolerate negative inflation for some time. But he has also repeatedly noted that officials are **prepared to take rates below zero** if needed, revisiting conditions that Switzerland experienced for almost eight years until 2022. “Bastian Benrath-Wright 12/2024

„Extrem tiefe Zinsen hätten zur Folge, dass Anleger – darunter auch Pensionskassen – wieder höhere Risiken eingehen müssten, um noch etwas zu verdienen. Aber nicht nur an den Finanzmärkten stiege die Gefahr von **exzessiven Risiken und Fehlallokationen**. Wenn der Zins kein zuverlässiges Signal mehr ist für die Rentabilität von Investitionen, würden auch viele Firmen ihr Geld in Projekte stecken, die sich bei positiven Zinsen nie rechnen würden. “Thomas Fuster 11/2024

„Der starke Franken ist kurzfristig unser härtester Feind und langfristig unser grösster Freund“ Martin Hirzel, Swissmem, 11/2024

„Oft heisst es, die SNB müsse den Leitzins zügig senken, weil sonst eine Deflation, also ein Rückgang des allgemeinen Preisniveaus, drohe. (..) Eine moderate Deflation ist keineswegs das Schreckgespenst, als das sie oft dargestellt wird. Wenn das Preisniveau für eine gewisse Zeit sinkt, heisst das noch nicht, dass Unternehmen reihenweise kollabieren und der Konsum einbricht, weil niemand mehr Geld ausgibt, da in Zukunft ja alles noch ein bisschen billiger sein könnte. In der Schweiz weiss man das. Hier gab es in den letzten Jahrzehnten immer wieder Phasen mit leicht negativer Inflation. Die Wirtschaft steckte das gut weg.“ Thomas Fuster 11/2024

Plädoyer für positive Leitzinsen

Keine Null-Leitzinsen, keine Negativzinsen bitte!

Der Schweizer Ordoliberalismus stirbt langsam und leise

Wir verstehen, dass die SNB Negativzinsen nicht ausschliessen will, aus taktischem Kalkül

Die Schweiz sollte nicht den Weg Europas gehen und der Marktskepsis noch mehr Raum geben

Aus ordoliberaler Sicht sind Negativzinsen schlecht, auch für die Schweiz

Sie zerstören die Integrität des Finanzmarktes und der Wirtschaft

Sie zerstören das wichtigste Marktsignal, dasjenige der Zinsen

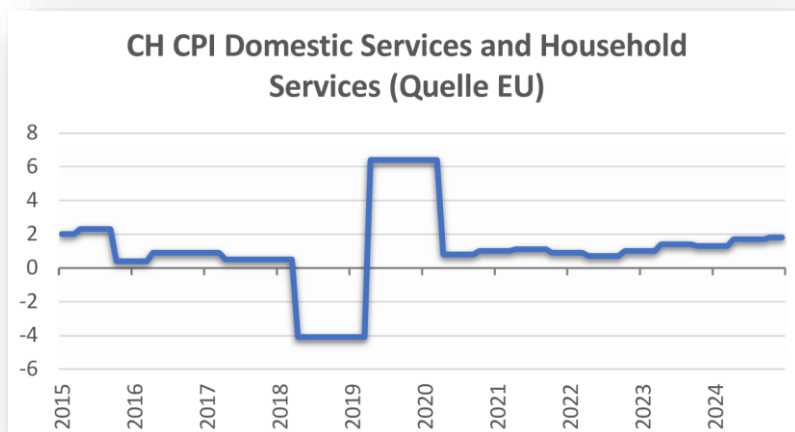
Sie sorgt für Ressourcenverschwendung

Sie begünstigt grosse Verwerfungen und Korrekturen

Sie beseitigen nicht die inflationären Wirkungen von CH-Tarifen, administrierten Preisen und Bürokratisierung

Ihre Kosten sind enorm und ihr Nutzen wohl nur ideologischer Natur

Plädoyer für positive Leitzinsen



Statt Null/Negativzinsen sollte die Schweiz die unaufhaltsame, schleichende Behörden-Inflation eindämmen

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 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.

Flagship-Präsentation:

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

Inputs Q1 2024

Fixed Income: Der Bulle ist lost! [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 Anleihenspezialist 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 Thusis 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 gescheite 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.