

Fixed Income 7/2023:

Alles was Sie über Zinsen wissen müssen

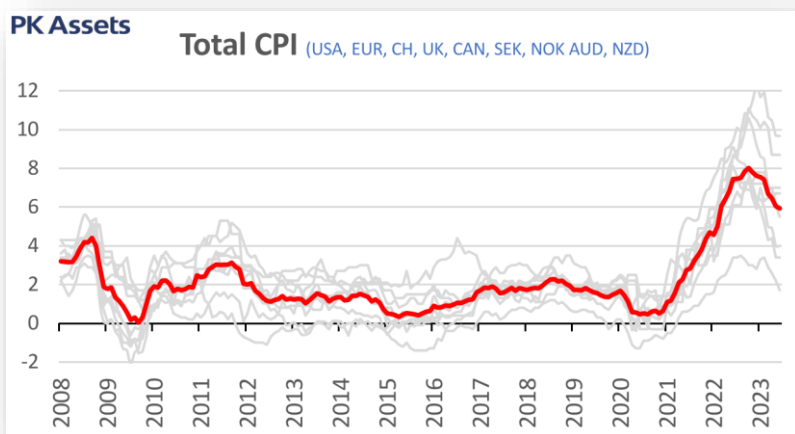
“Brent Donnelly’s Substack newsletter, Friday Speedrun, which I enthusiastically recommend, offers this list of narratives that gained traction in the world of investment just in the first five months of 2023:

- *US hard landing and recession*
- *US soft landing*
- *US no landing, acceleration*
- *China reopening and consumption boom*
- *China slowdown and disinflationary balance sheet recession*
- *Inflationary boom in Germany and Europe*
- *Recession in Germany and peak inflation*
- *Regional bank crisis in the US may signal end of US hegemony*
- *Fed’s gonna cut in July*
- *Fed’s gonna hike in July*
- *OPEC production cuts will take oil back up through the highs*
- *OPEC doesn’t matter, they have lost control of the market*
- *US debt crisis*
- *AI will save or kill us all”*

John Authers 6/2023

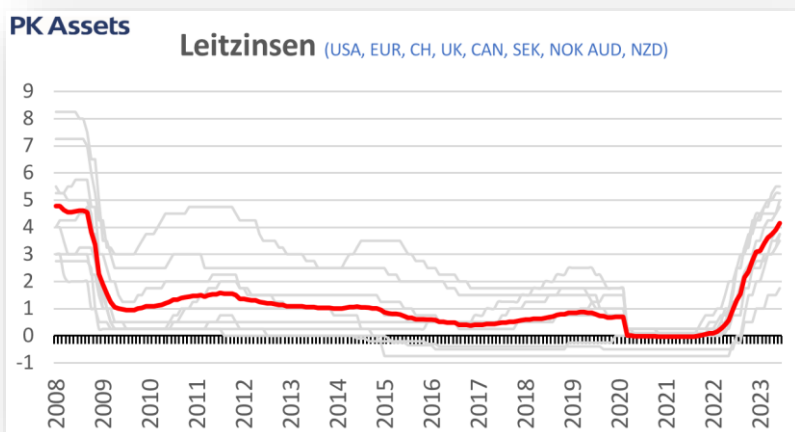
Alles was Sie über Zinsen wissen müssen

Das Quartal in 4 Charts



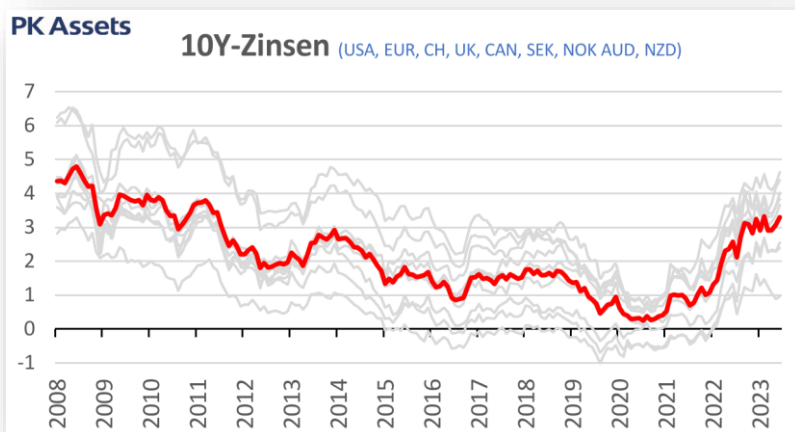
Inflation dreht nach unten

Nur ein Basis Effekt?



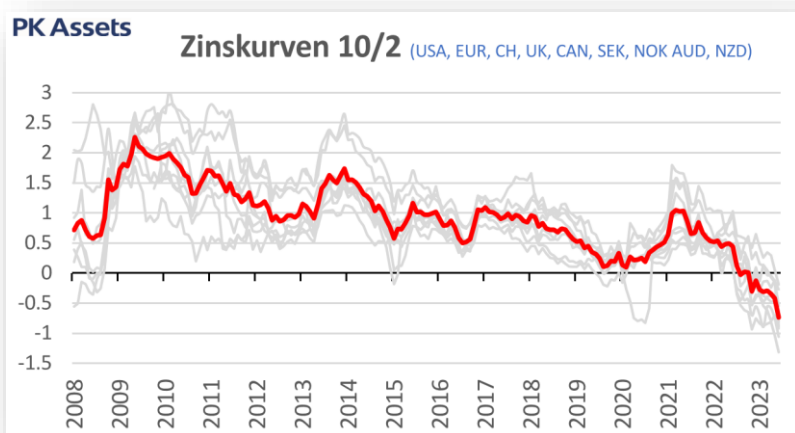
Die Leitzinsen werden weiter erhöht

Und noch einmal höhere
Leitzinserwartungen, zu recht?



Die Obligationenzinsen steigen

War's das?



*Die Zinskurven fallen in einem
brutalen Bear Flattening*

Was will der Bondmarkt damit
sagen?

4 Charts, 4 Debatten

Ein scheinbarer Widerspruch? Fallende Teuerung und ein brutales Bear-Flattening passen nicht gut zusammen:

Wir stellen 4 Fragen

- 1. Fallende Teuerung:** Nur ein Basiseffekt („Secular Inflation“) oder ein Abwärtstrend?
- 2. Steigende Leitzinsen:** „Höher für länger“ gerechtfertigt oder ein „Policy Error“?
- 3. Resilientes Wachstum:** Kommt die Rezession noch vor dem nächsten Aufschwung?
- 4. Zinsen:** Ist der Bull-Steepener abgesagt oder nur verzögert?

Viel Vergnügen bei der Lektüre!

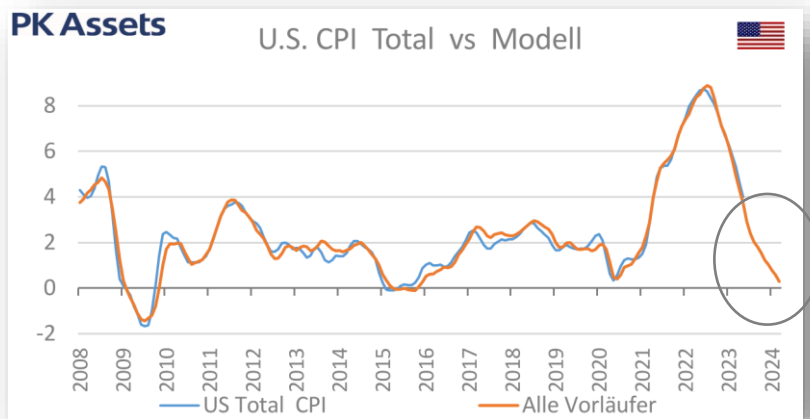
Die interessantesten Themen

1. Nur ein Basiseffekt („Secular Inflation“) oder ein Abwärtstrend?

„ Wir befinden uns in einem neuen Paradigma mit extrem mächtigen inflationären Kräften“

Stimmt das?

Teuerung: Nur ein Basiseffekt („Secular Inflation“) oder ein Abwärtstrend?



Fact 1: Unser Modell sagt 3 Quartale von fallendem CPI voraus

Unsere Modelle zeigen insbesondere:

- Massive Korrektur von *OER* rollt auf uns zu!
- Absturz der volatilen Komponente *Food* in den nächsten Monaten auf tiefe Werte
- Schnell fallende Teuerung im Bereich *Dienstleistungen*
- Deflation im Bereich *Consumer Commodity*

Modell-Parameter:

- FAO Foodpreisindex
- CRB Commodity-Preise
- Weizen und Fleischpreise
- Fertilizer-Preise
- Gas-Preise
- ISM-Komponenten
- PPI-Komponenten
- KMU-Sentiment-Komponenten
- Globale Lieferketten
- Job Openings
- Löhne
- Arbeitsmarktdaten
- Payrolls im Bau
- Konsumentenkredite
- Disposable Income
- Geldmengen
- Frachtpreise
- Preissentiment
- Mietpreise
- Häuserpreise
- Realzinsen
- Hypothekenzinsen
- Häusermarktindikatoren
- JOLTs
- Benzinpreise & Rohöl
- Raffinerie-Spreads
- Inflationserwartungen
- Sparrate
- Manheim Used Vehicles
- Chinesische Handelsdaten

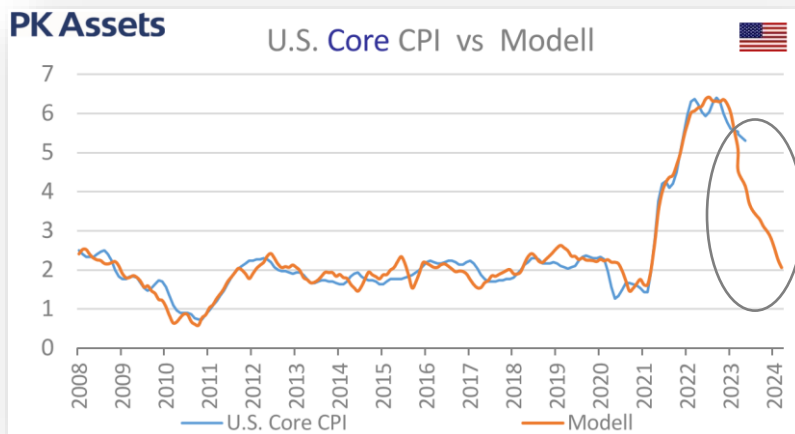
Für diesen Horizont kann man also klar u.E. von einem Abwärtstrend sprechen

Teuerung: Nur ein Basiseffekt („Secular Inflation“) oder ein Abwärtstrend?

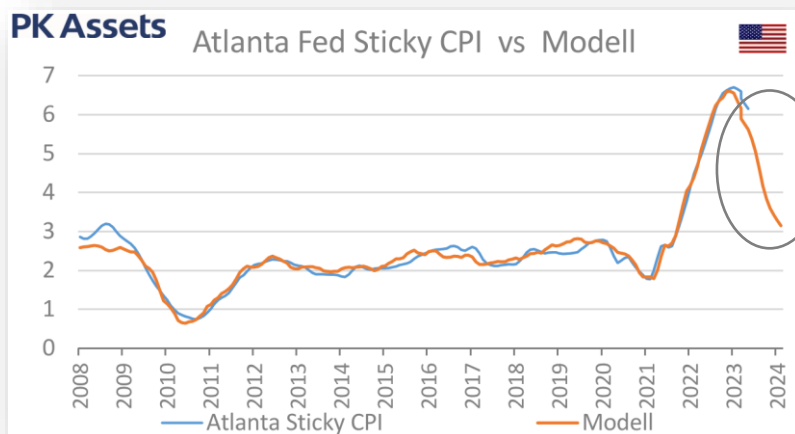
„The pace of the upcoming disinflationary impulse is likely to surprise many: most of our models and leading indicators confirm our call for US core CPI to be in the 3% area by December, and to drop at or below Fed target in early 2024 already. We believe markets are far from fully appreciating this major disinflationary impulse.“

Alfonso Peccatiello 6/2023

Teuerung: Nur ein Basiseffekt („Secular Inflation“) oder ein Abwärtstrend?

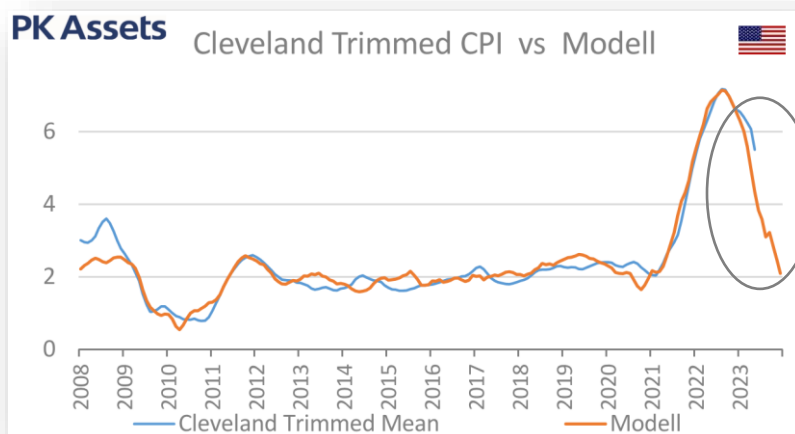


Fact 2: Auch die „klebrigen“ Inflations-Indikatoren, die erst zu drehen scheinen, dürften schnell nachgeben



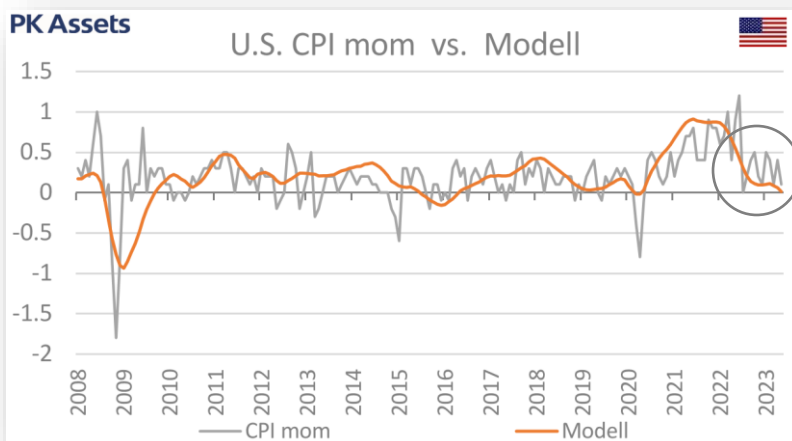
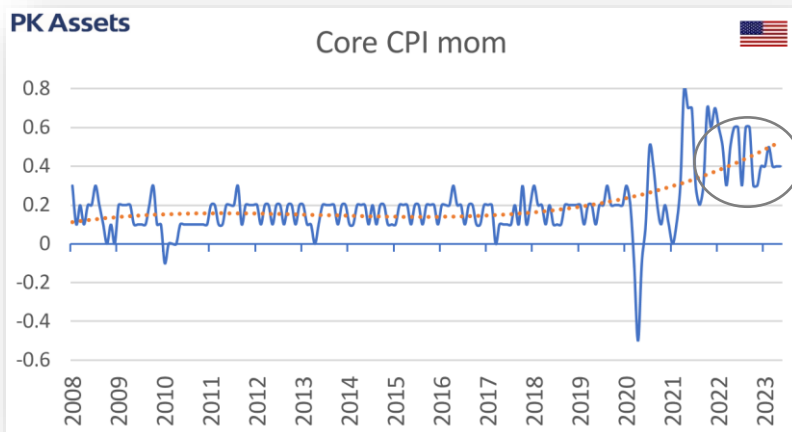
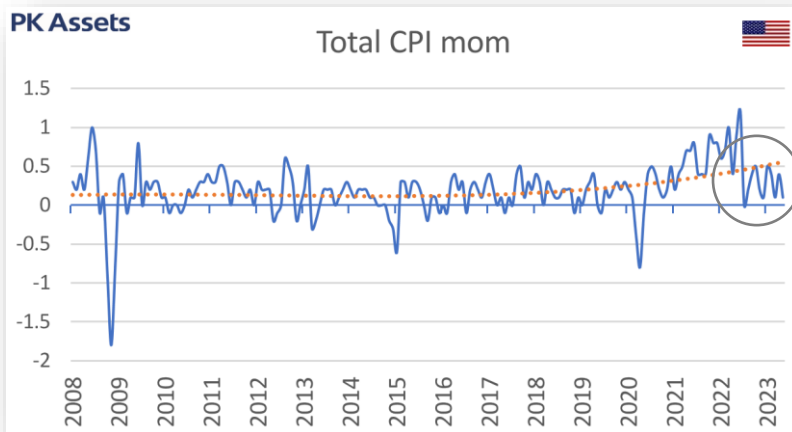
Das zeigen unsere Modelle:

- **Core CPI:** Alle Modell-Komponenten zeigen nach unten
- **Atlanta Sticky CPI:** Folgt dem Kern-CPI und -PPI nach unten
- **Cleveland Trimmed Mean CPI:** Dito



Die Debatte um „klebrige“ Inflations-Indikatoren ist u.E. nur ein Lead/Lag-Problem

Teuerung: Nur ein Basiseffekt („Secular Inflation“) oder ein Abwärtstrend?

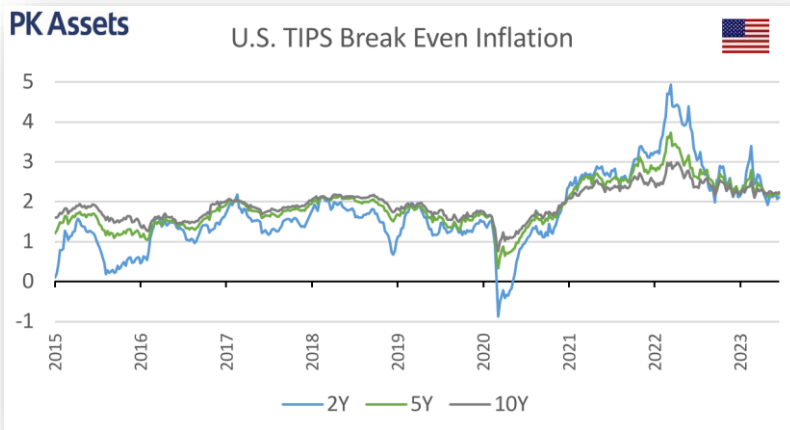


Fact 3: Selbst die monatlichen Wachstumsraten scheinen auszutoppen

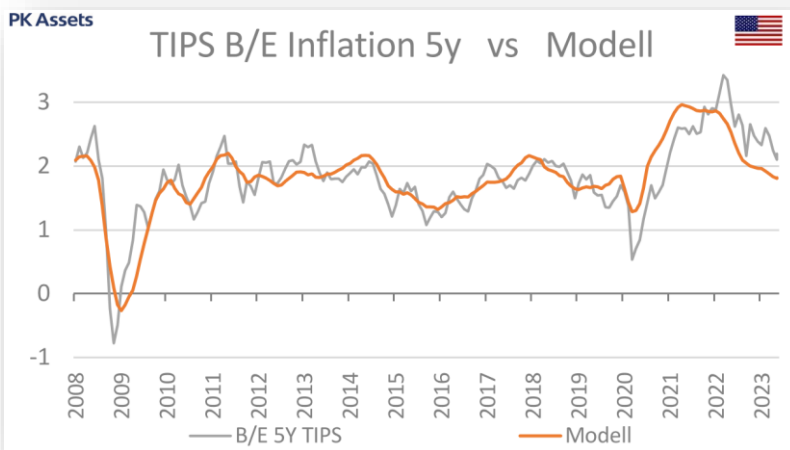
- Die Monatsveränderungen bilden die aktuelle Konjunktur ab, sind also *top aktuell*
- Es zeigt sich eine deutliche Beruhigung

Die Beruhigung in den Monatsveränderungen würde unsere These eines Abwärtstrends bestätigen

Teuerung: Nur ein Basiseffekt („Secular Inflation“) oder ein Abwärtstrend?



Fact 4: *U.S. Inflationserwartungen sind gut auf tiefem Niveau verankert: Keine Vertrauenskrise*



- Die Inflationserwartungen sind nicht nur *gut verankert*...
- ...sie sind sogar verankert exakt beim Niveau -2%- das als *Zielgrösse der Notenbanken* angegeben wird

Der graduelle Rückgang der Break Evens bestätigt unsere These eines Abwärtstrends in der realisierten Inflation

Teuerung: Nur ein Basiseffekt („Secular Inflation“) oder ein Abwärtstrend?

„Auf der säkularen Seite werden Faktoren wie *Deglobalisierung, Dekarbonisierung, Verteidigungsausgaben und eine Steuerpolitik*, die darauf abzielt, die Wohlstandskluft zu schliessen, die Inflation ebenfalls längerfristig nach oben treiben.“ John Bailer 6/2023

„Die Verringerung der *Geldmenge* begann spät und geschieht noch immer langsam. Das bedeutet, dass die Preise noch monetären Spielraum für einen weiteren Anstieg haben.“ Pablo Duarte Flossbach von Storch 6/2023

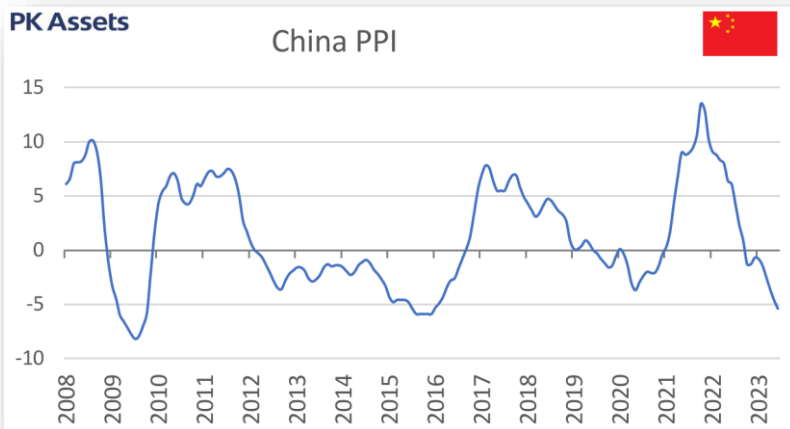
„Wir befinden uns in einem neuen Paradigma mit extrem mächtigen inflationären Kräften. Überall gibt es *Streiks*, die Gewerkschaften haben deutlich an Macht gewonnen. Gleichzeitig investieren die Unternehmen in *Reshoring und Nearshoring*, um ihre Lieferketten abzusichern. Hinzu kommt, dass die *Staatsausgaben* deutlich höher sind. Rund 70 Mio. Amerikaner erhalten bei öffentlichen Sozialleistungen derzeit eine Anpassung der Lebenshaltungskosten um fast 9%. Diese gewaltigen sozialen und politischen Triebkräfte der Inflation werden weitgehend unterschätzt. Sie bringen jedoch eine grosse Wahrscheinlichkeit mit sich, dass die Inflation nur auf etwa 3 bis 4% zurückgehen wird und mehrere Jahre auf diesem erhöhten Niveau verharret.“ Larry McDonald «Bear Traps Report» in The Market 6/2023

Fact 5: Die Argumente der Proponenten höherer struktureller Inflation „**Secular Inflation**“ überzeugen uns eher **nicht:**

- Die Argumente tönen zunächst überzeugend
- Die Argumente wirken jedoch oft *monokausal* und/oder *beliebig*
- Sie werden in aller Regel ohne Angabe einer zeitlichen Dimension oder sonstigen Quantifizierung getätigt
- Die Argumente verkennen oft die Wirkungsweise der statistischen Zahl CPI
- Die Argumente sprechen u.E. oft *für hohe Preise in der Zukunft aber nicht unbedingt für hohe Inflation*: D.h. das aktuell hohe Preisniveau wird nicht mehr nach unten kompensiert

Die Argumente der „Secular Inflation“ überzeugen uns nicht

Teuerung: Nur ein Basiseffekt („Secular Inflation“) oder ein Abwärtstrend?



Fact 6: Teuerung in China sorgt zusätzlich für Abwärtsdruck

- Fällt China in eine Deflation?
- Das bedeutet eine *massive Druck-Entlastung für den Westen*

„Die zweitwichtigste Volkswirtschaft der Welt droht, in eine Deflation zu rutschen.“

Mark Dittli in The Market 7/2023

„China post its weakest consumer-and producer-price inflation in a couple of years, and if anything the trend looks outright deflationary.“

Cameron Crise 5/2023

Insbesondere das fallende PPI in China spricht für ein disinflationäres Klima

Teuerung: Nur ein Basiseffekt („Secular Inflation“) oder ein Abwärtstrend?

Fact 1: *Unser Modell sagt 3 Quartale von fallendem CPI voraus*

Fact 2: *Auch die „klebrigen“ Inflations-Indikatoren, die erst zu drehen scheinen, dürften schnell nachgeben*

Fact 3: *Selbst die monatlichen Wachstumsraten scheinen auszutopfen*

Fact 4: *U.S. Inflations-Erwartungen sind gut auf tiefem Niveau verankert: Keine Vertrauenskrise*

Fact 5: *Die Argumente der Proponenten höherer struktureller Inflation „Secular Inflation“ überzeugen uns eher nicht*

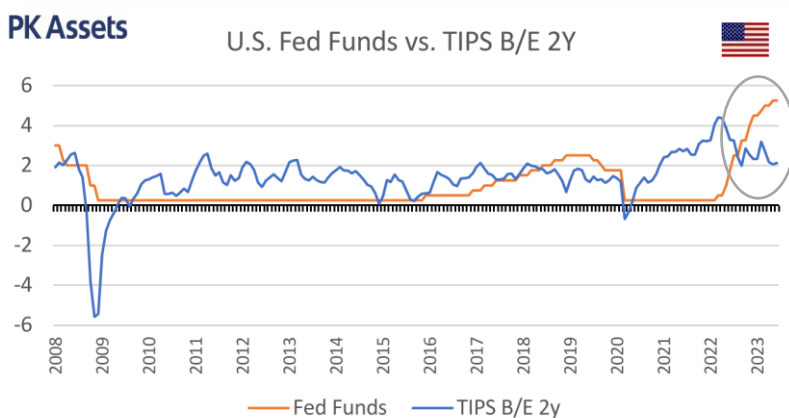
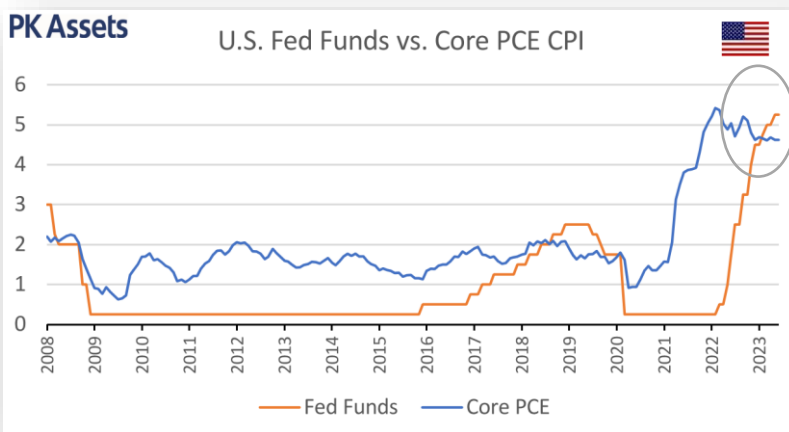
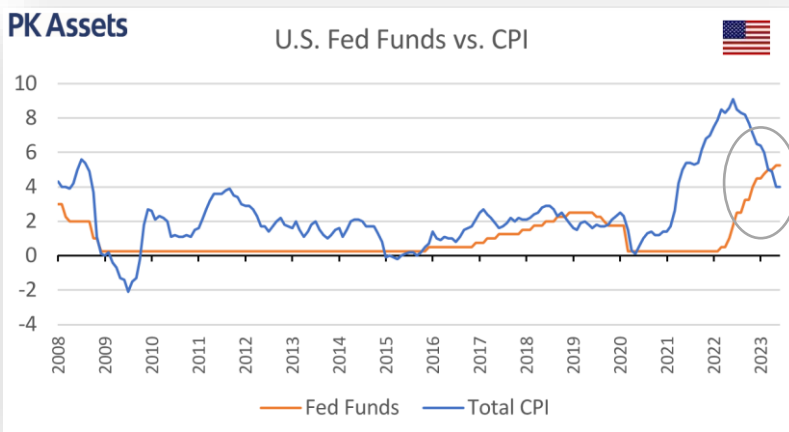
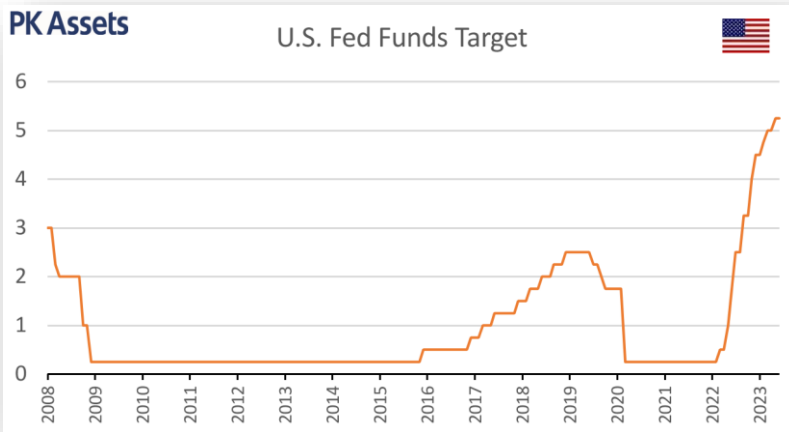
Fact 6: *China sorgt zusätzlich für Abwärtsdruck*

Was bedeutet das?

- *Wir sehen 3 Quartale fallender Teuerung, das qualifiziert als „Trend“*
- *Selbstverständlich kann vieles schief gehen –Russland, China, Banken, Commodities- aber auch hier ist das Überraschungspotential symmetrisch*
- *Unsere Inflations-These ist bullish für Bonds!*

1. Nur ein Basiseffekt („Secular Inflation“) oder ein Abwärtstrend?
2. **Leitzinsen: „Höher für länger“ gerechtfertigt oder ein „Policy Error“?**
3. *Fakt ist: Die Stimmung bezüglich Leitzinsen hat im Quartal massiv gedreht: Der Zinszyklus scheint sich zu verlängern:*
4. *„Das Federal Reserve und die Europäische Zentralbank werden die Zinsen im Juli mit grosser Wahrscheinlichkeit weiter anheben. Auch die Bank of Canada könnte die Geldpolitik nach der überraschenden Zinserhöhung im Juni erneut straffen. In Australien und Neuseeland ist die Wahrscheinlichkeit für zusätzliche Zinserhöhungen demgegenüber geringer. Die Zentralbanken in Skandinavien und die Bank of England werden im Juli keine Sitzung abhalten. Aber auch sie haben das anvisierte Niveau für den Leitzins noch nicht erreicht.“*
5. *Marc Chandler 7/2023*

Leitzinsen: „Höher für länger“ gerechtfertigt oder ein „Policy Error“?



Fact 1: Die U.S. Leitzinsen sind **erst seit kurzem restriktiv** (und damit „wirksam“) und wirken mit einem **Lag**

- Die Resilienz der U.S. Wirtschaft **überrascht**, nach 500 bips kumulativen, pausenlosen Zinsschritten
- Aber das Fed ist **noch gar nicht so lange restriktiv!**
- So gilt ein Leitzins gemeinhin als „restriktiv“, wenn er die Teuerung übertrifft
- Die Leitzinsen sind erst seit kurzem höher als CPI/Breakevens/Core PCE
- Kommt hinzu: Die Leitzinsen funktionieren mit einem **Lag**

Dieser Punkt spricht nicht unbedingt für noch höhere Leitzinsen, aber doch eher für „höher für länger“

Leitzinsen: „Höher für länger“ gerechtfertigt oder ein „Policy Error“?

„One explanation would be that the economy is resilient. A perhaps more plausible one is that investors still don't buy that Fed policy is that restrictive. There are several ways to calculate "real" interest rates, after inflation is taken into account, but all have in common that the Fed still seems somewhat lenient"

John Authers 6/2023

Leitzinsen: „Höher für länger“ gerechtfertigt oder ein „Policy Error“?

„Just keeping rates at high levels for longer is a continued form of monetary tightening

as each day that passes someone's adjustable rate mortgage resets much higher,

someone's commercial real estate debt is coming due at an interest rate on offer more than double on the loan that is maturing,

some businesses debt needs to be refinanced also at a much steeper rate,

and some project or business doesn't get started because more equity is needed because the cost of capital is too high to make the numbers work, each and every day from here.

And each time it happens, more cash is allocated to interest expense than something else or some business doesn't make it.

(..) Understand too that many small and medium sized businesses have to pay an interest rate on a loan that is above 10% if they can even get one.

Things in the private economy worked ok at 3–4% interest rates, not so much at 10% as we're on a whole new economic playing field that I don't think is being fully appreciated.“ Peter Boockvar 6/2023

„While some forecasters question why the economy appears to be exhibiting such resilience to policy tightening in general and banking sector stresses in particular, our view is that the typical lags have not had sufficient time to play out.“ BNP Paribas 6/2023

„The combination of even tighter monetary policy and a rapid withdrawal of liquidity this summer increases the risk that additional fragile parts of the economy crack. .“ BNP Paribas 6/2023

„(..) real three-month Treasury-bill yields now exceed 1% for the first time since 2009, having been -8% last spring “ Cameron Crise 6/2023

Fact 2: „Until something breaks“: Alles ausserhalb des Arbeitsmarkts ist bereits angeschlagen

- „Until something breaks“
- U.S. Regionalbanken und CS waren bisher die *einzigsten Schlaglöcher* in der aktuellen Zinserhöhungs-Kampagne der Notenbanken
- Sie haben das *Fed nicht gebremst*
- Sicher ist: Hohe Zinsen *nagen an der Konjunktur*:
- Man sieht es v.a. in den PMI, den Senior Loans, den Geldmengen und dem PPI
- Man sieht es aber nicht –mit der Ausnahme der Zinskurve – in den Finanzmärkten

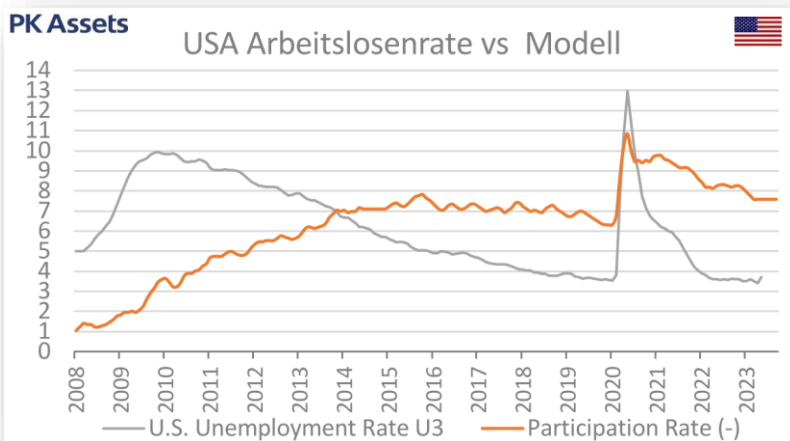
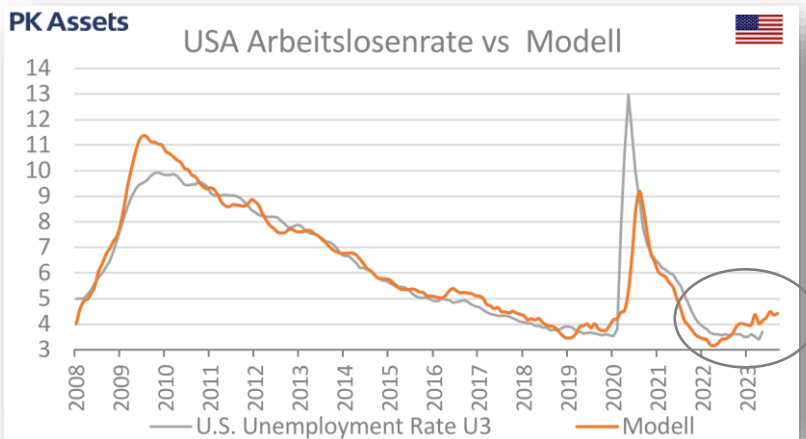
Dieser Punkt spricht eher für einen sich entwickelnden Policy Error

Leitzinsen: „Höher für länger“ gerechtfertigt oder ein „Policy Error“?

„Business loans mostly have floating interest rates, so firms feel the pain in real time. The US manufacturing purchasing managers survey’s June reading of 46 signals contraction; Germany’s 40.6 number ought to be sounding alarm bells. Bank lending and money supply measures are slowing globally. Measures of input inflation, such as producer prices, are falling rapidly. Economies may not be slowing as quickly as central banks would like to curb inflation, but the direction of travel is clear — and at risk of accelerating. ”

Marcus Ashworth 7/2023

Leitzinsen: „Höher für länger“ gerechtfertigt oder ein „Policy Error“?



Fact 3: Die **Arbeitslosenrate** reagiert nicht wie sie „sollte“, wegen **Sonderfaktoren**

- Die Arbeitslosenrate ist heute viel näher dran an der Konjunktur als früher („*Just in Time Work*“)
- D.h. der *Prognosehorizont* ist verkürzt auf 4, maximal 5 Monate
- Unser Modell erwartet *nur einen graduellen Rückgang* der Arbeitslosenrate
- ..und zuletzt ist nicht einmal dies geschehen, warum?
 1. Graduelle Erhöhung der *Participation Rate* reduziert mathematisch die Arbeitslosenrate cet par
 2. Viel zitiertes „*Labor Hoarding*“

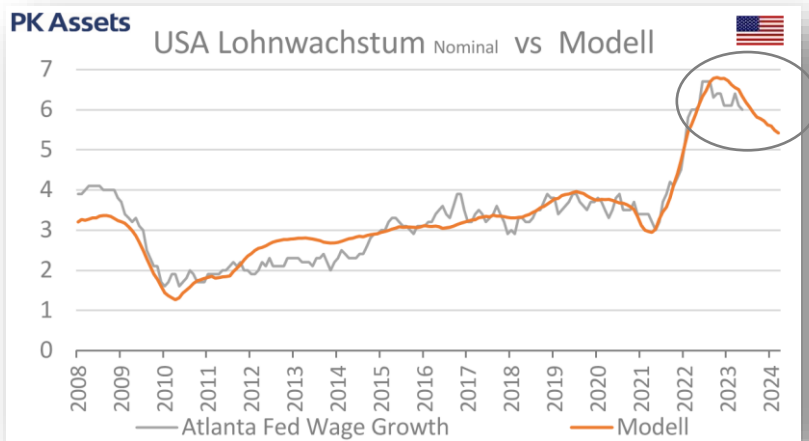
Dieser Punkt spricht für „höher für länger“

Leitzinsen: „Höher für länger“ gerechtfertigt oder ein „Policy Error“?

“When the employment is tight (which it plainly is at present), pauses tend to become extended. It’s only when employment is seriously deteriorating that the Fed pivots swiftly.”

Goldman Sachs 5/2023

Leitzinsen: „Höher für länger“ gerechtfertigt oder ein „Policy Error“?



Fact 4: Auch bei den **Lohnkosten** geht's in die richtige Richtung aber nur langsam, das macht ein schnelles **Easing unwahrscheinlicher**

- Die Lohnkosten folgen mit Verzögerung den *Teuerungsraten*, aber nicht nur
- D.h. wir erwarten einen nur graduellen Rückgang des Lohnwachstums
- Andererseits folgen die Lohnkosten auch dem Angebot und Nachfrage im *Arbeitsmarkt*, und dieser bleibt stark
- Und auch die *Unternehmensgewinne* zeigen nur wenig Schwäche

Dieser Punkt spricht für „höher für länger“

Leitzinsen: „Höher für länger“ gerechtfertigt oder ein „Policy Error“?

„(..) a fascinating nugget from the anecdotal section of the Dallas Fed Manufacturing Report, in which a company in the Computer and Electronic Product Manufacturing industry said the following: "We continue to **struggle to find qualified staff**. We intend to hire more people and embark on a significant capital improvement project (including new building, new manufacturing equipment) so that we have capacity available as soon as the economy starts to recover after the recession that everyone is predicting." Now granted this is just one comment, but it's presumably indicative of what other firms are thinking. (..) It also indicates that the big fear is **capacity scarcity and labor scarcity**. The fear is not that the firm will have a bunch of idle workers, but that it won't have enough." Joe Weisenthal in Bloomberg 6/2023

„, the problem with making a big case for higher unemployment is this is a **shortage of labor**. (..) I mean, what would cause a real uptick in unemployment? Look, if the Fed keeps raising rates and the economy really starts to slow down, there'll be some layoffs. Do I think they're going to be very high? I don't. Because the labor shortages are still so important. People may want to **warehouse** their employees.,, Steve Eisman 6/2023

„The unemployment rate ticked higher to 3.7% from 3.4% amid a decline in self-employed workers captured in the household survey. Yet the rate was still remarkably low by the standards of the past 50 years, and the proportion of the "prime age" (25-54) working population that had a job was only 0.1 percentage point below its two-decade high. Meanwhile, average weekly hours worked fell to 34.3 from 34.4, the lowest since April 2020 and perhaps the clearest sign that employers are subtly cutting back on labor expenses. Of course, proprietors' post-pandemic habit of **hoarding labor** — following the extreme labor shortages of recent years — may serve to prevent a deeper downturn.,, Jonathan Levine 6/2023

“striking is, if you told someone, you know, at the beginning of January, 2022, you know, when rates were at zero, that by spring 2023 we'd be at 5.25% on the Fed funds rate, then everyone's like you know, the market would've crashed, we'd be in recession, etc. And yet here we are with more than **10 million job openings**.” Joe Weisenthal 6/2023

“The labor market has slowed significantly as of late, but the post-Covid structural developments have been providing a cushion against a more abrupt slowdown, allowing the Fed to keep raising rates to curb inflation. (..) **Covid-related distortions** appear to be easing slowly, allowing for demand-supply imbalances to keep abating, although a full return to pre-pandemic dynamics may not materialize in years to come.” BNP Paribas 5/2023

Fact 5: Hat sich etwas Fundamentales, Strukturelles im Arbeitsmarkt geändert?

- „Labor scarcity“
- „Shortage of labor“
- „Hoarding Labor“
- „10 million Job Openings“
- Tönt alles nicht nach Schwäche
- Ist es nur ein zeitlich begrenzter Mismatch?
- Sorgt der Abgang der Boomer und Covid für eine nachhaltige Nachfragerlücke im Arbeitsmarkt?

Dieser Punkt spricht für „höher für länger“

Leitzinsen: „Höher für länger“ gerechtfertigt oder ein „Policy Error“?

- *“Sifting noise from signal in labor market indicators has become more challenging after the pandemic. Not only was the scale of the initial shock unprecedented, but the aftershocks to employer firm relationships, labor supply and demand, and the statistical adjustment process mean that even trusted indicators should be viewed with a skeptical eye.*
- *cracks are forming behind the façade*
- *Data points to significant slowing in job growth by summer, deterioration in leading indicators to help time outright job cuts.*
- *The relationship between activity and payrolls is non-linear. The transition from a phase of moderate hiring – where we are currently – can shift rapidly to a phase of greater job losses.*
- *Payrolls growth becoming more concentrated. Job growth has increasingly been driven by hiring in the industries still playing catch-up to pre-Covid levels (namely leisure and hospitality and state and local governments). Elsewhere the slowdown has been broad-based.*
- *An outright decline in payrolls is likely on the horizon, but our analysis shows a drop may not materialize until the economy enters a downturn..”*

BNP Paribas 5/2023

„If you aren’t familiar with economic and policy history you may be surprised at how little labor-market weakness is often evident before the Fed starts cutting“ Cameron Crise 4/2023

Fact 6: *Achtung: Wenn’s dreht, dann dreht’s schnell: Ist der Arbeitsmarkt der falsche Fokus?*

- Nicht alles, was glänzt, ist Gold im Arbeitsmarkt
- Zudem ist der Arbeitsmarkt das letzte Glied in der zeitlichen Kette, die von einer Rezession etwas mitbekommt
- Deshalb spricht man davon, dass die Notenbanken mit „Lags“ arbeiten
- Wenn eine Notenbank zu lange wartet, dann könnte sie mehr Schmerzen als notwendig entfachen

„The ISM has been below 50 for eight consecutive months; in the past, that pattern has usually entailed some pretty steep payroll losses ... with more to come. The only real outliers came in 1985 and 1989 ... but in both of those cases, the Fed was already cutting rates aggressively.”

Cameron Crise 7/2023

Spricht eher für “policy error”

Leitzinsen: „Höher für länger“ gerechtfertigt oder ein „Policy Error“?

“We can go back to 2007; although a couple of Bear Stearns hedge funds had imploded in late July of that year, the Fed’s Aug. 7 statement noted that “although the downside risks to growth have increased somewhat, the Committee’s predominant policy concern remains the risk that inflation will fail to moderate as expected.” Two days later, BNP suspended redemptions in some money market funds, and all hell broke loose. On Aug. 10, the Fed issued a statement noting that they were providing liquidity to financial markets, and on August 16th issued another statement emphasizing downside risks. In September, the FOMC cut rates. In other words, when the financial system reaches a non-linear tipping point, the trajectory of policy can change awfully fast.”

Cameron Crise 5/2023

Leitzinsen: „Höher für länger“ gerechtfertigt oder ein „Policy Error“?

„The rush of incentives, government lending and private-sector investment has led to a manufacturing boom in the wake of the IRA. More than 100 battery and electric-vehicle production projects are announced or already under construction in the US, representing about \$200 billion in total investments.

“Not since the advent of the auto industry 100 years ago have we seen an investment like that,” says Gary Silberg, KPMG’s global automotive sector leader. Ford’s battery borrowing comes through a facility within the US Department of Energy known as the Loan Programs Office, or LPO, that’s disbursed nearly \$33 billion over the past 14 years. Since the IRA passed, the total amount now available for lending through the LPO is around \$400 billion, and loan sizes appear to be trending upward. Ford’s loan is more than triple the borrowing by General Motors Co. from the same program last year.”
Bloomberg 6/2023

„But one answer as to why all of this doesn’t seem to matter this year might simply be that the government — and this is partly where Bidenomics comes in — keeps spending a lot of money. One thing that we’ve seen is that US deficit spending is very high right now and is especially high relative to the current cyclical strength in the economy. Historically, the federal deficit as a percentage of GDP moves up and down with the unemployment rate. And the intuition between the two should be self-evident. When unemployment is high, tax receipts fall and general welfare spending has to rise. When the unemployment rate falls, tax receipts rise and public transfers fall. So they move together. But that hasn’t really been happening now. The deficit as a share of GDP is around levels it was at in 2011, when unemployment was closer to 8%.”
Odd Lots Newspaper 7/2023

“Das Fed möchte zwei Dinge unbedingt vermeiden. Erstens den Eindruck, ausgabefreudigen Politikern in Washington entgegenzukommen, die gerne das fremdfinanzierte Geld grosszügig an ihre Klientel verteilen, ohne die Konsequenzen in Form höherer Ausgaben für die rekordverdächtigen Staatsschulden der USA tragen zu wollen. (...) Zweitens will das Fed den Fuss auf keinen Fall vorschnell vom monetären Bremspedal nehmen. Es will vermeiden, dass sich das Inflationsmonster nach kurzer Zeit fulminant zurückmeldet, wie vor rund 50 Jahren.“
NZZ 5/2023

„Fiscal Put Killed Central-Bank Put“

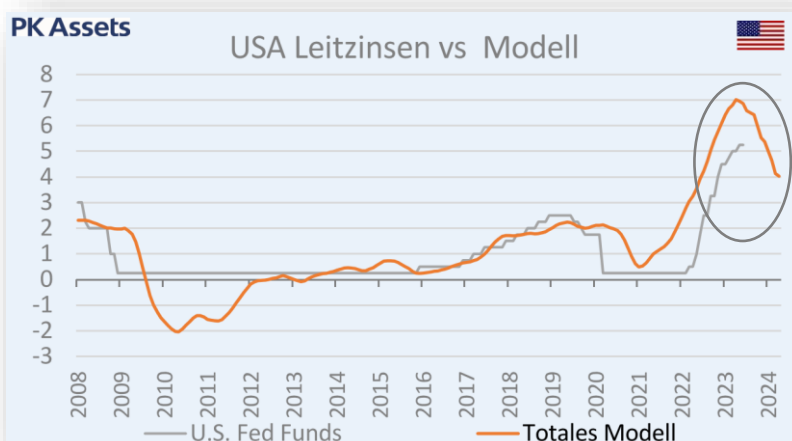
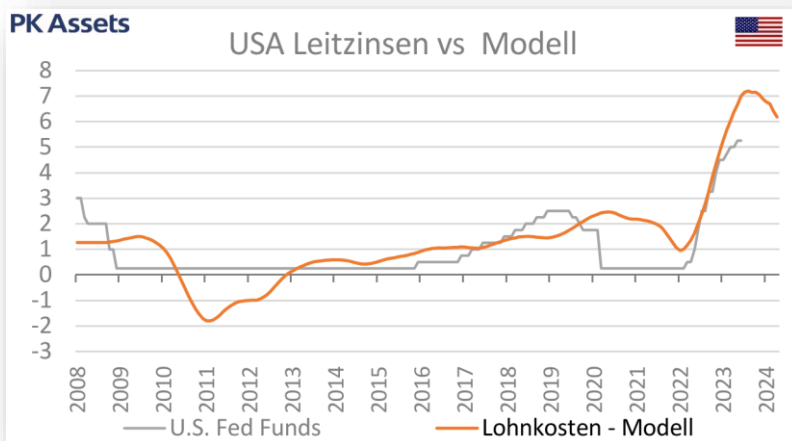
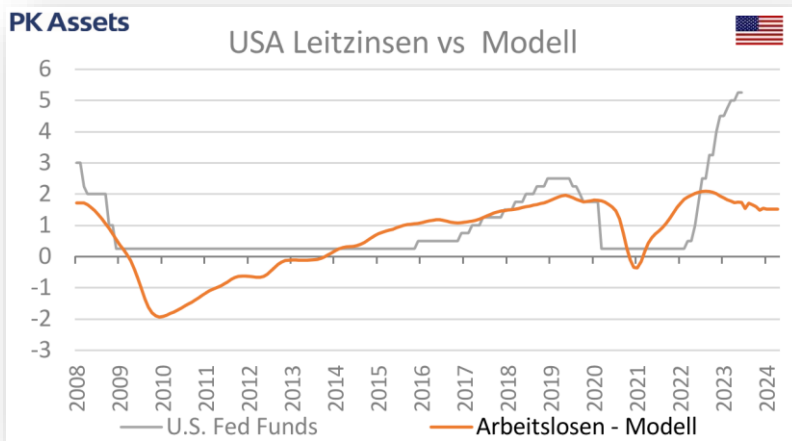
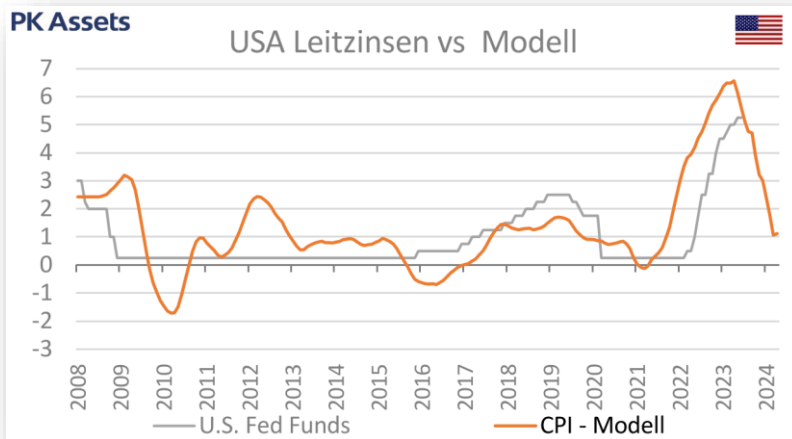
Jared Gross Morgan Stanley 6/2023

Fact 7: Während die Notenbank versucht zu bremsen, gibt der **Staat** das Geld **mit allen Händen** aus

- Die Investitionswelle aus Megaprojekten wie „IRA, „Chips Act“ etc. **konterkarieren** die Bemühungen der Notenbanken

Dieser Punkt spricht klar für „höher für länger“

Leitzinsen: „Höher für länger“ gerechtfertigt oder ein „Policy Error“?



Fact 8: Unser Modell: Leitzinsen fixieren bis 2024

- Hypothese: Das Fed schaut auf Teuerung, Arbeitslose und Löhne
- Mit verschiedenen *Visibilitäts-Horizonten*: Löhne 10 Monate, Arbeitslosen 4 Monate, CPI 8 Monate
- Und damit kommen wir zu einem, wie wir glauben, stimmigen Resultat:
 1. Würde das Fed nicht in die Zukunft schauen, würde es die Zinsen weiter raufnehmen
 2. Aber CPI, Arbeitsmarkt und Löhne haben Peak hinter sich
 3. Der Rückgang auf nachhaltige Niveaus geht jedoch sehr langsam
 4. Erst im 2024 kommen wir zurück auf Levels, die mit dem aktuellen Stand der Leitzinsen kompatibel sind
 5. Das Fed sollte sich Zeit lassen

Leitzinsen: „Höher für länger“ gerechtfertigt oder ein „Policy Error“?

Fact 1: *Das Fed ist erst seit kurzem restriktiv (und damit „wirksam“)*

Fact 2: *„Until something breaks“: Alles ausserhalb des Arbeitsmarkts ist bereits angeschlagen*

Fact 3: *Die Arbeitslosenrate reagiert nicht wie sie „sollte“, wegen Sonderfaktoren, das macht ein Easing unwahrscheinlicher*

Fact 4: *Nur gradueller Abschwung der Lohnkosten*

Fact 5: *Auch anekdotisch sieht es nicht nach einem Crash im Arbeitsmarkt aus*

Fact 6: *Achtung: Wenn's dreht, dann dreht's schnell: Ist der Arbeitsmarkt der falsche Fokus?*

Fact 7: *Während die Notenbank versucht zu bremsen, gibt der Staat das Geld mit allen Händen aus*

Fact 8: *Unser Modell sagt: Leitzinsen fixieren bis 2024*

Was bedeutet das?

- *Die Leitzinsen sind restriktiv geworden und wirken bereits; die Bremsspuren sind sichtbar*
- *Der Arbeitsmarkt ist ein gefährlicher Fokus für die Notenbank: Zusätzliche Zinserhöhungen könnten mehr kosten als nützen*
- *Das Fed ist nahe an einem Policy Error: Das Sentiment könnte drehen, wenn eine Zahl aus dem Arbeitsmarkt enttäuscht*
- *Der offensichtlich glaubwürdige Bias des Fed, die Zinsen höher für länger zu belassen, ist notwendig, zusätzliche Zinserhöhungen wären ein Policy Error*
- *Bei fallendem CPI wirken die aktuellen Zinsen immer restriktiver*

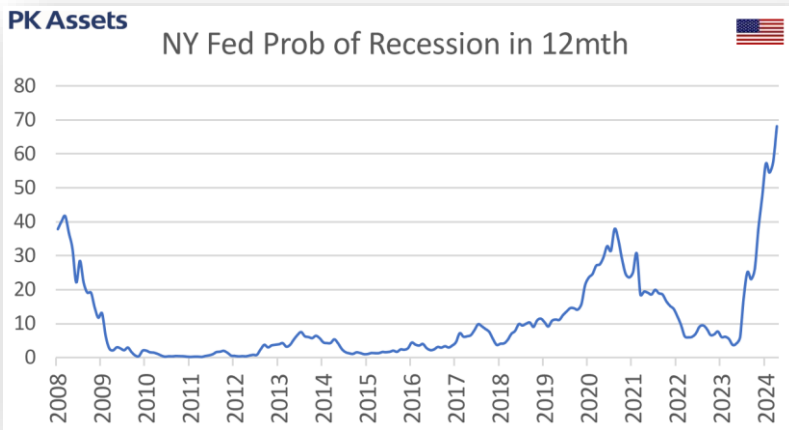
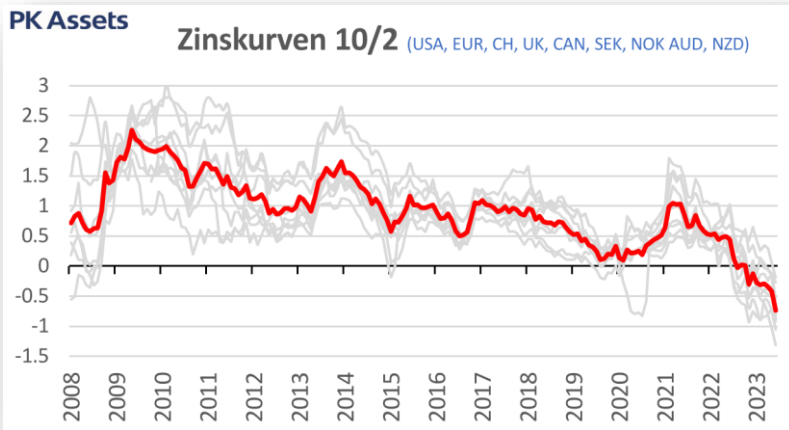
1. Nur ein Basiseffekt („Secular Inflation“) oder ein Abwärtstrend?
2. Leitzinsen: „Höher für länger“ gerechtfertigt oder ein „Policy Error“?
3. **Resilientes Wachstum: Kommt die Rezession noch vor dem nächsten Aufschwung?**

Fakt ist: Alles wäre angerichtet für eine Rezession:

„The Fed is tightening, the money supply is dropping, banks are pulling back on credit, residential existing home sales are extremely weak (though construction is still holding up), inflation-adjusted retail sales are falling and all the major retailers (Walmart, Target, Costco, Amazon and more) noted recent decelerations in their sales. Stressed U.S. consumers are trading down (from beef to chicken) and spending more money on groceries rather than bigger ticket discretionary items. There are no more “stimmy” checks, consumers are increasingly relying on credit cards (with average credit card interest rates at 20.4%!), credit card and auto loan delinquencies are on the rise, SNAP (food stamp) monthly benefits were lowered, tax refunds are down, student loan payments will begin again in October (\$393 per month on average), corporate bankruptcies are running at the fastest level since 2010 and corporate capex spending has been cut back. Most of the so-called “excess savings” Americans accumulated has been spent.“

Fred Hickey 7/2023

Resilientes Wachstum: Kommt die Rezession noch vor dem nächsten Aufschwung?



Fact 1: Die Zinskurven zeigen unzweideutig Richtung **Rezession**, ein Omen, das **ernst** zu nehmen ist

- Die Zinskurven sind so flach/invertiert wie seit Menschengedanken nicht mehr
- Die Implikation ist klar und deutlich: Rezession im Anmarsch
- Der Ruf der Zinskurven, Rezessionen zuverlässig vorher zu sagen *wiegt schwer*

„If recession begins soon, it will be the most anticipated one in history“

John Mauldin 5/2023

Resilientes Wachstum: Kommt die Rezession noch vor dem nächsten Aufschwung?

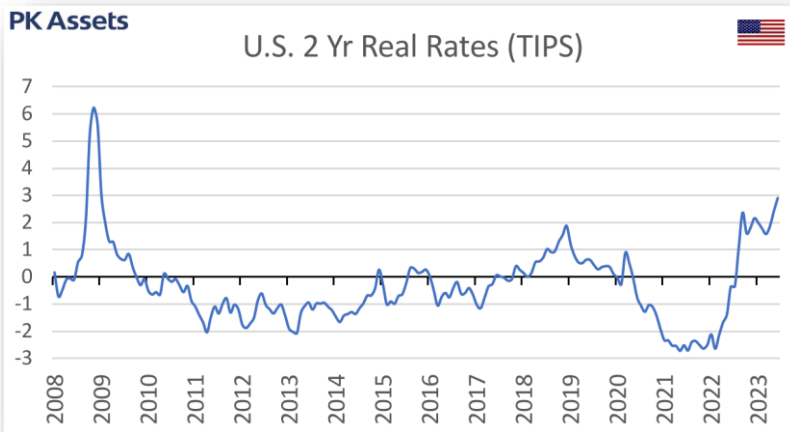
“There’ve been ongoing predictions of an imminent downturn. But so far, that just hasn’t materialized”

„rolling recession” is turning into a “rolling expansion”

“housing continues to look robust despite the surge in mortgage rates”

“the Fed did one of the fastest rate-hike cycles in history — far faster than even the hawkish economists were calling for at the beginning of 2022 — and the economy hasn’t fallen apart”

Resilientes Wachstum: Kommt die Rezession noch vor dem nächsten Aufschwung?



“For the past 15 months or so, economists and strategists have been obsessed with Federal Reserve history and the yield curve. The historical record, of course, showed that Fed increases and inverted yield curves tend to signal a recession not so far down the road, and that may have blinded some analysts to the signs of strength that were right in front of them.

Households and businesses emerged from the pandemic with strong cash balances and modest debt burdens that have made them extremely resilient to higher interest rates. The jump in mortgage rates cooled housing activity, but it didn't sink prices because homeowners — many with mortgages below 3% that they were in a fine position to keep servicing — were in no rush to sell. Meanwhile, the job market remained strong thanks to a pent-up demand for labor that has continued to buoy US consumption.”

Jonathan Levin 6/2023

“I don't think the consumer is over-levered”

Steve Eisman 6/2023

Fact 2: Die hohen Realzinsen sind weniger wirksam weil **der Leverage fehlt**, speziell beim Konsumenten

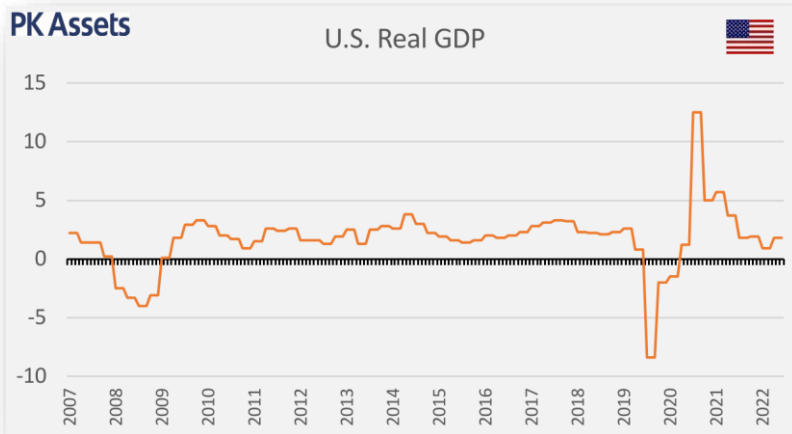
- Die Realzinsen sollten eigentlich textbuchmässig v.a. über den **Häusermarkt** für Abkühlung sorgen. Bisher aber nicht
- Warum? **Üblicherweise** kommt eine Rezession nach einer Leverage-Übertreibung
- Dieses mal ist der Konsument aber **nicht übermässig verschuldet**, sondern **vollgepackt mit Stimulus-Checks**
- Dazu **fehlt das Angebot** im Häusermarkt

Resilientes Wachstum: Kommt die Rezession noch vor dem nächsten Aufschwung?

*“Add fiscal policy to the mix, which still leaves consumers flush with cash that they are evidently spending, and the US economy appears still to be on a drip feed of stimulus. Or: If the economy were not performing well — there would truly be something wrong with it! **This isn't resilience, it's STEROIDS!** None of this looks like resilience to me. Resilience is performance in the face of adversity, not setting speed records while going downhill.”*

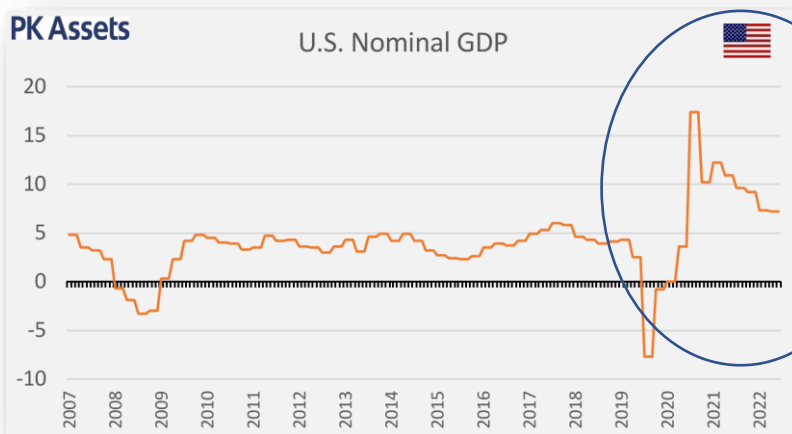
John Authers 6/2023

Resilientes Wachstum: Kommt die Rezession noch vor dem nächsten Aufschwung?



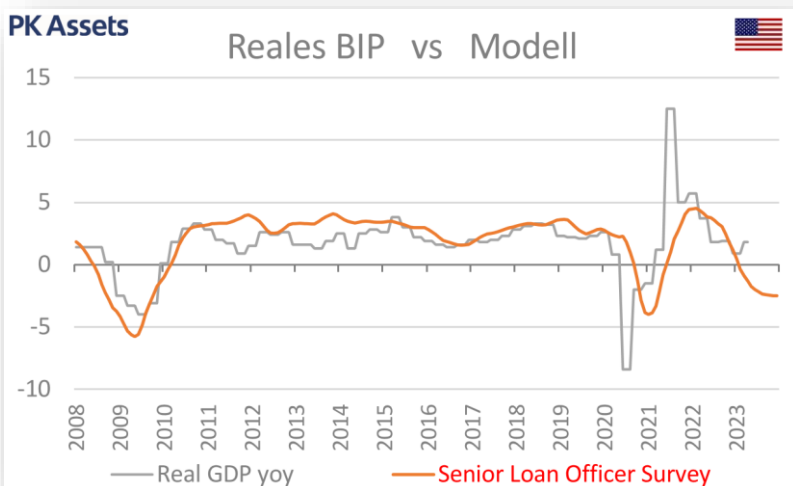
Fact 3: *Das nominale Wachstum ist viel zu hoch für eine Krisenstimmung*

- Kann ein Umfeld von hohem nominalem Wachstum überhaupt rezessiv empfunden werden?



“In a period of high NGDP, you’re less likely to get financial crises because by and large entities can pay their bills when there’s a lot of money flying around. Inflation is bad, and it’s better to have real growth. But at the end of the day, the crucial thing for financial stability — and not having a cascade of bankruptcies and defaults — is that companies and banks have the nominal dollars on hand to pay their debts, pay the rent and their employees.,” Fabio Natalucci 7/2023

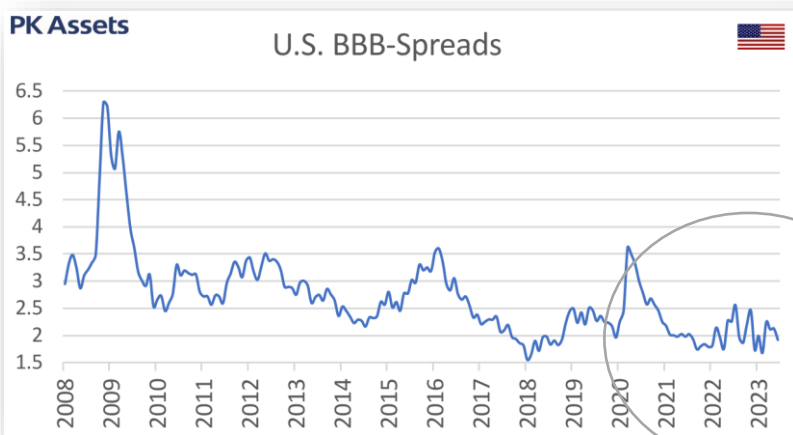
Resilientes Wachstum: Kommt die Rezession noch vor dem nächsten Aufschwung?



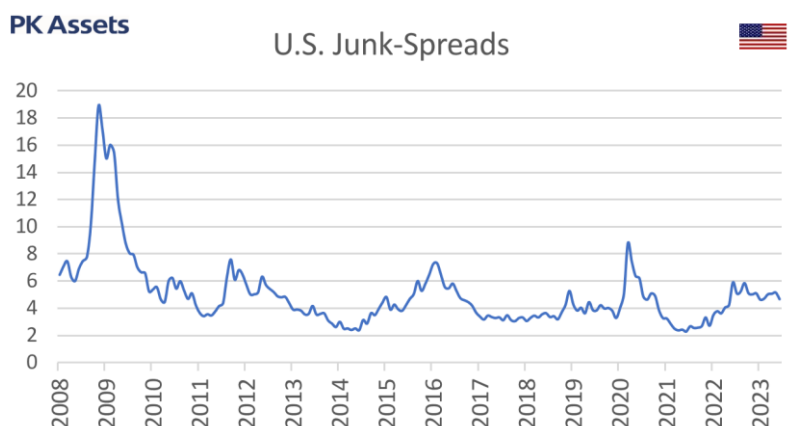
33% SLOOS Standarts Easing
33% SLOOS Standards Tightening (-)
33% SLOOS Spreads Tightening (-)

Fact 4: Was ist mit dem Krisen-Katalysator los?
Kein Credit Crunch zu beobachten, trotz miserabilem SLOOS

- Der viel beachtete *Senior Loan Officer Survey* zeigt klar nach unten!

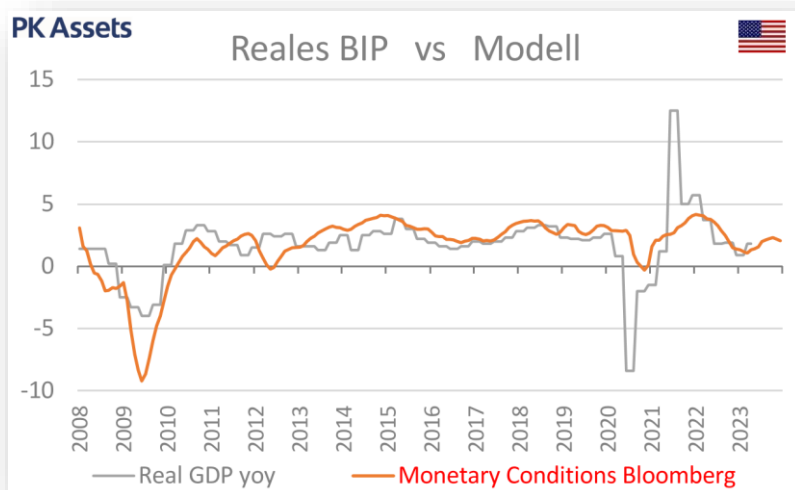
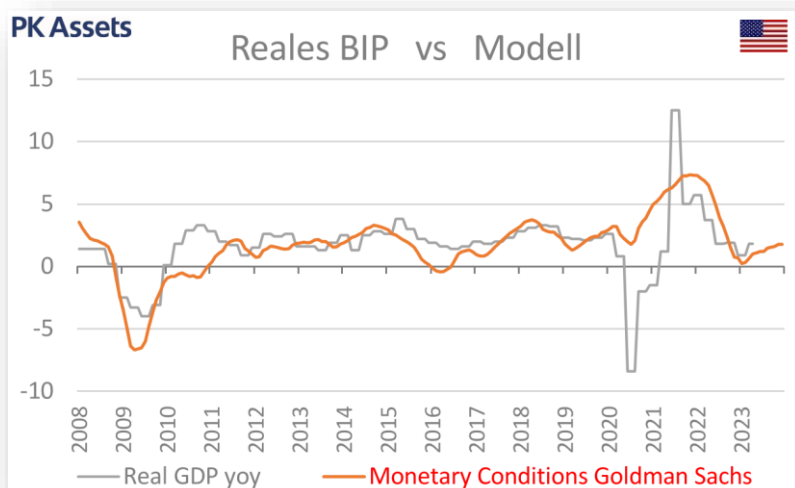


- *Passiert ist ...nichts!* Weder im Investment Grade...



- ...noch im Junk

Resilientes Wachstum: Kommt die Rezession noch vor dem nächsten Aufschwung?



Fact 5: *Die Monetary Conditions haben trotz 500 bips Zinserhöhung **nicht** nennenswert reagiert! Der Zinsmarkt ist positioniert, der Credit- und Aktienmarkt nicht*

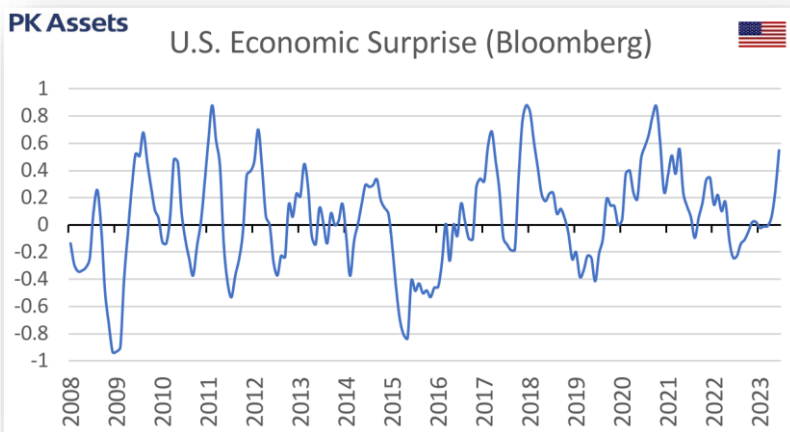
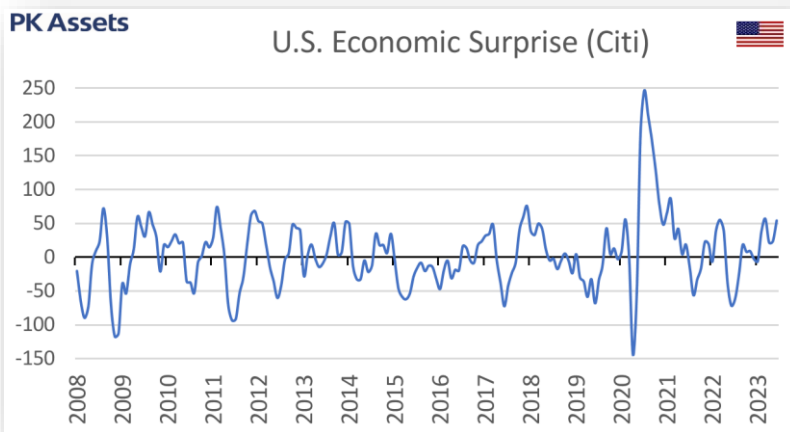
- Aber für eine Rezession braucht es verschlechterte Financial Conditions!
- Es ist der klassische Transmissions-Riemen von Leitzinsen hin zur Realwirtschaft

Die Notenbank hat noch nicht viel erreicht:

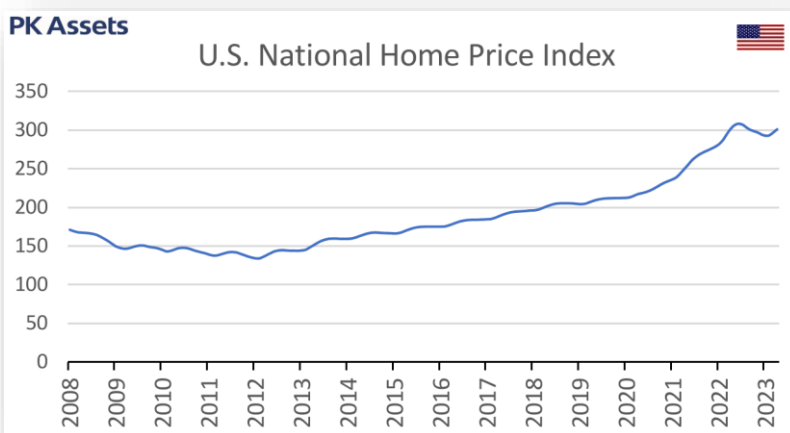
- Höhere Zinsen? Ja
- Höhere Realzinsen? Ja
- Stärkerer Dollar? Nein
- Höhere Spreads? Nein
- Tiefere Aktien? Nein

Der Zinsmarkt ist positioniert, der Credit- und Aktienmarkt nicht

Resilientes Wachstum: Kommt die Rezession noch vor dem nächsten Aufschwung?



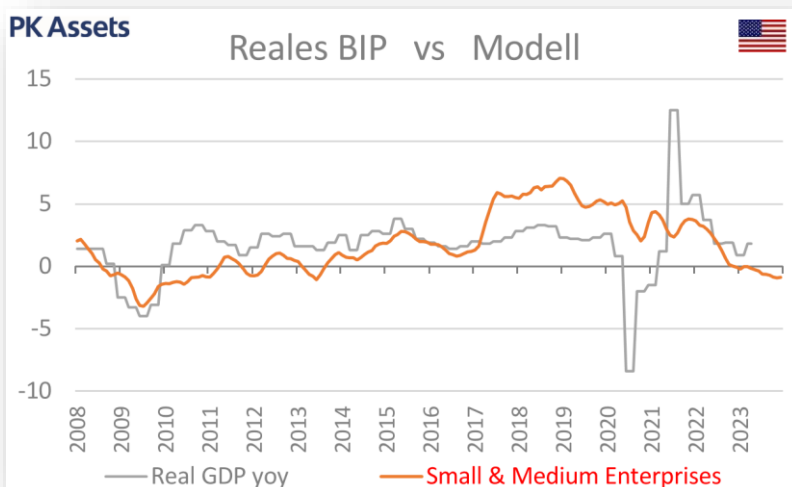
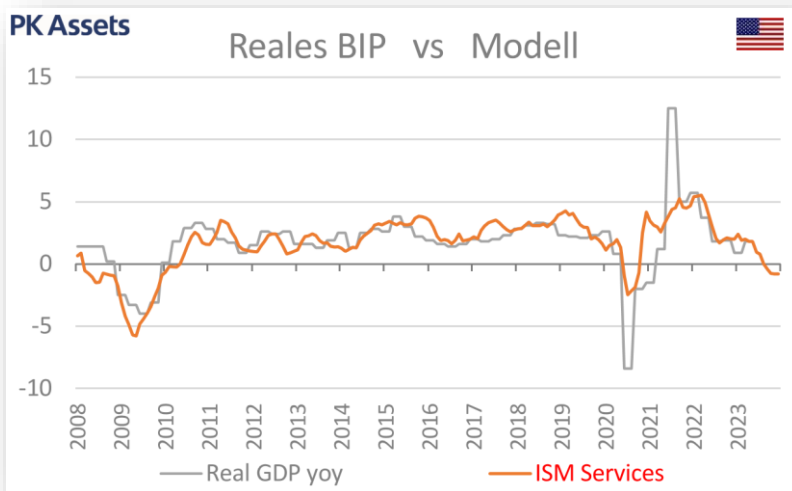
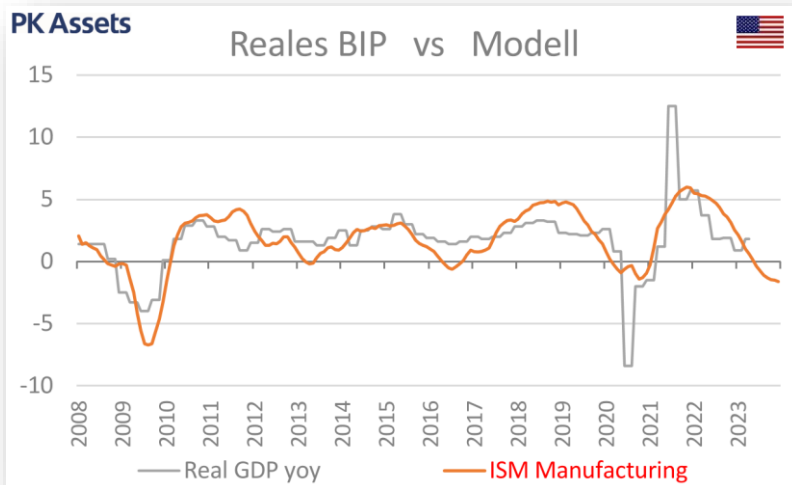
“The economy is facing multiple tailwinds. Housing is picking back up. Real wage growth is actually positive again given that inflation has cooled faster than wages, and inventories are already near rock bottom, meaning that a restocking cycle will likely add to GDP”



Fact 6: *Dreht die Wirtschaft sogar wieder ins Positive? **Green Sprouts** überall?*

- *„But at the moment, the outlook looks remarkably sunny”* schreibt Jonathan Levin
- Und das nach einer 500-bips-Zins-Kampagne
- Hat er recht?
- Dreht die Wirtschaft bereits wieder, bevor eine Rezession stattgefunden hätte?
- Fakt ist: Die Überraschungen fielen im Quartal fast alle positive aus: *„Upgraded projections for growth, labor and inflation—broadly consistent with a view of greater economic momentum and resilience—gave Fed officials the confidence to tilt toward a terminal funds rate centered around 5.75%”*

Resilientes Wachstum: Kommt die Rezession noch vor dem nächsten Aufschwung?



Fact 7: Sentiment schlecht, Realwirtschaft gut!

- Sämtliche Umfragen bei Einkaufsmanager sind negativ
- Das Sentiment scheint aber schlechter zu sein als die Realwirtschaft
- Aber die Evidenz aus den PMIs **wiegt trotzdem schwer: Besonders der Industriesektor macht Sorge:**

“The headline ISM Manufacturing Index in May edged down to 46.9, firmly in contractionary territory (below 50) and consistent with a swathe of other data points suggesting the downturn in U.S. manufacturing is broadening (..) forward looking gauges of demand remain decidedly weak. The new orders subindex slid to 42.6, the lowest level since January, and although the new export orders subindex inched up to 50, commentary from the ISM suggest that, as in April, “activity remains weak.” Underlying details of the report suggest the slump in activity is both deepening and spreading across the manufacturing sector. Just one of six major industries experienced growth in April. Moreover, commentary from the ISM indicated one in three manufacturing industries contracted strongly in May, up from one in eight in April. (..) The backlog of orders subindex declined 5.6pp to 37.5, the lowest level since February 2009. (..) The decline in the prices paid index, which slid 9pp to 44.2, represents a sliver of good news and, if sustained, should support continued disinflation in the goods sector. (..) The employment index ticked up modestly to 51.4, placing it in expansionary territory, but commentary from respondents to the ISM Manufacturing survey remain mixed, with panelists largely evenly split between headcount increases and reductions.”

BNP Paribas 6/2023

Resilientes Wachstum: Kommt die Rezession noch vor dem nächsten Aufschwung?



*“What I've heard from some companies, you know, very large banks that really have the best data, that **consumer spending has really slowed in the last couple of months.** The consumer is **still relatively healthy because everybody's employed.** So you know, you're not going to see like a real deterioration in consumer credit. Or anything like that until people start losing their jobs. You know, is that going to happen? I don't know. I think it's probably more likely than not, but until we start to see unemployment go up, you're not going to see a problem with credit.”*

Steve Eisman 6/2023

“A key question to ask, perhaps the key question these days, is whether we can actually have a recession when households have so much money.”

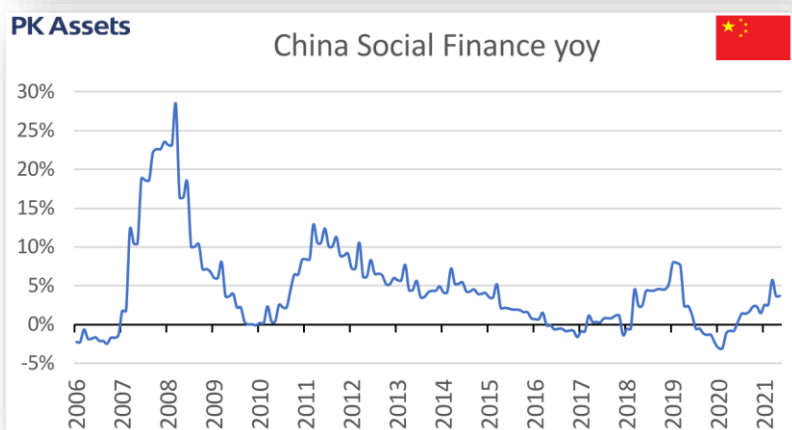
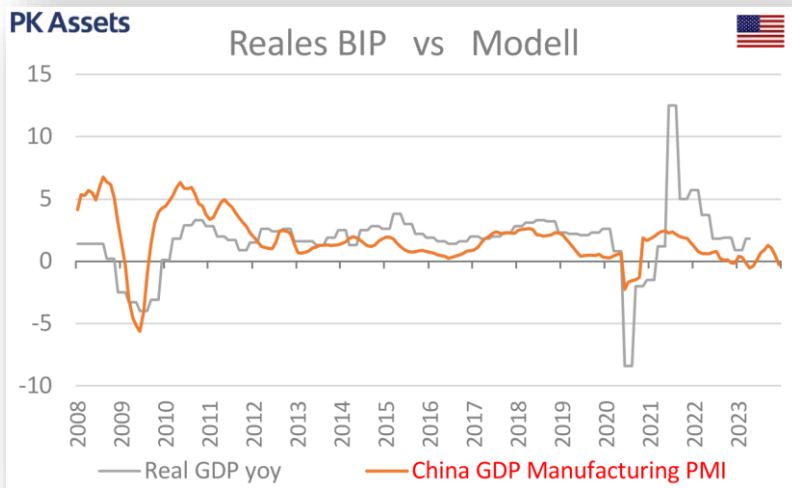
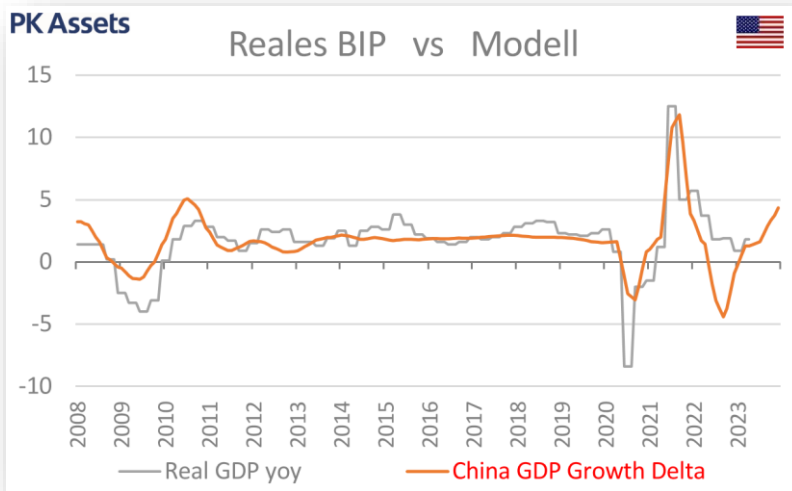
Fact 8: *Dreht der Konsument? Sind die „**Stimulus Checks**“ bald ausgegeben?*

- Es scheint so, dass mit der (aus-)laufenden Konsumation der Stimulus Checks die Dynamik im Konsum zurückkommt:

*„the San Francisco Fed released an interesting economic letter that perhaps offers some insight into the relative resilience of some of the economic data thus far. It takes a look at monthly household savings, comparing them to the pre-Covid trend in an attempt to get a sense of the stock of excess savings that households are holding. That estimate, **peaked at more than \$2 trillion**, though it has now **fallen to a little more than \$500 billion.** (..) In many ways, the **Covid windfall** of cash — and its subsequent deployment — explains the sharp rise in nominal activity, and thus the “excess demand” that has fueled much of the inflation observed over the past couple of years.”)*

Cameron Crise 5/2023

Resilientes Wachstum: Kommt die Rezession noch vor dem nächsten Aufschwung?



Fact 9: China Reopening ohne nennenswerte Traktion: China holt die Kastanien nicht aus dem Feuer

- China spielt kurzfristig mit, *das Reopening hilft im Moment*
- Aber schon der PMI zeigt, die Dynamik wird nicht anhalten
- Warum? Weil der Credit Impuls nicht anläuft
- *China stimuliert nicht!*

„Nach einer kurzen Erholung im Gefolge des Ausstiegs aus der Null-Covid-Politik geht der Konjunktur inzwischen die Puste aus. Chinesinnen und Chinesen halten ihr Geld zusammen, Chinas private Unternehmen investieren nicht mehr, die öffentlichen Kassen sind weitgehend leer, und die Jugendarbeitslosigkeit befindet sich mit 20,8 Prozent auf einem Rekordhoch.“ Matthias Kamp in NZZ 6/2023

Resilientes Wachstum: Kommt die Rezession noch vor dem nächsten Aufschwung?

“Der Sektorservice beispielsweise läuft toll. Die Hotels, Restaurants und Kinos sind voll, Flugzeuge sind wieder ausgebucht. Die Menschen haben einen Nachholbedarf für Serviceleistungen, man will wieder leben und reisen, wieder Spaß haben. Allerdings, und das ist sehr wichtig: Man sieht in den Einkaufsmanagerindizes des Sektorservice, dass die Beschäftigungssituation sehr schwach ist. Es werden kaum neue Arbeitskräfte eingestellt. Das ist für das Land mittel- und langfristig eine Katastrophe. Am ausgeprägtesten zeigt sich das Problem in der urbanen Jugend. Jeder fünfte Jugendliche im Alter zwischen 16 und 24 in den urbanen Zentren hat keinen Job. ” Jörg Wuttke, Präsident der EU-Handelskammer in China 5/2023

“belastend ist die Tatsache, dass die Zentralregierung bislang davon abgesehen hat, die Wirtschaft mit einem grösseren Stimulusprogramm zu unterstützen. Auch der Immobilienmarkt kommt nicht in Fahrt. Immer deutlicher zeigen sich zudem die Probleme einzelner Provinzen in China, die unter einer enormen Schuldenlast ächzen und gar nicht mehr in der Lage sind, grössere Infrastrukturprojekte zu finanzieren.” Mark Dittli 5/2023

“according to China Beige Book, is that there is no sign of increasing demand for or use of credit by companies, even though the authorities have been easing credit. This implies that they may be pushing on a string, and such old-fashioned stimulus wouldn't work this time, even if the administration swallowed its embarrassment and tried.” John Authers 6/2023

“An imposing debt burden complicates China's efforts to right the economic ship, as total borrowings stood at 295% of GDP as of September per the Bank for International Settlements, topping the 257% and 258% ratios seen in the U.S. and Europe, respectively. ” Jim Grant 6/2023

“Strategists at BCA Research reached a conclusion, contending that the Middle Kingdom faces a so-called liquidity trap, or a dynamic in which low rates no longer serve to spur credit demand and economic growth. Household debt now stands at about 100% of GDP, up from 40% at the onset of China's 2010-era stimulus barrage, while the aggregate corporate and household debt service ratio tops 20%, compared to less than 16% for both Japan and the U.S. ” Jim Grant 6/2023

Fact 10: Strukturelle Zweifel an China als Wachstumslokomotive

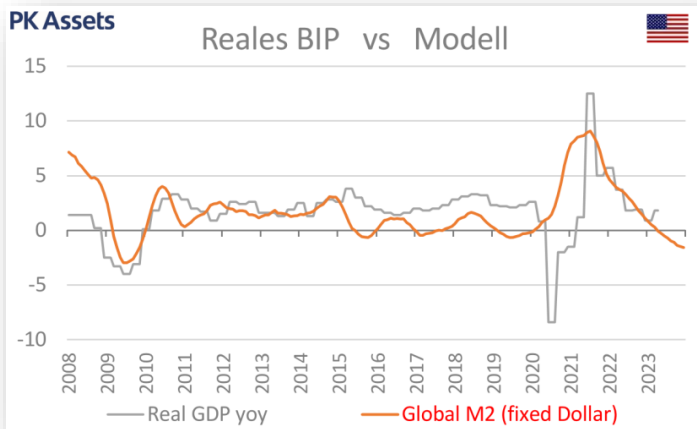
Die Herausforderungen Chinas sind in der Tat horrend:

- *Demographie*
- *Jugendarbeitslosigkeit*
- *Verschuldung & Deleveraging*
- *Real Estate*
- *Miese Kosten/Nutzen-Rechnung von staatlichen Stimuli*
- *Umstellung von investitionsbasierter Wirtschaft auf konsumorientiert*
- *Probleme mit der Seidenstrasse*
- *Marktfeindliche Politik*
- *Liquiditätsfalle*
- *Finanzierungsprobleme der Provinzen*
- *Wirtschaftskrieg mit den USA/Quad*
- *Support von Russland*

Resilientes Wachstum: Kommt die Rezession noch vor dem nächsten Aufschwung?

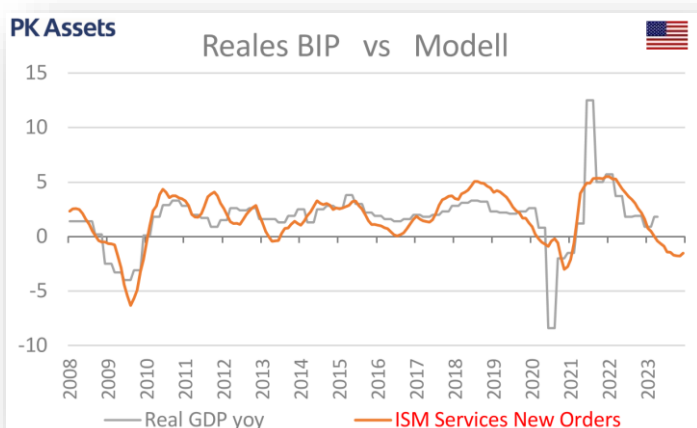
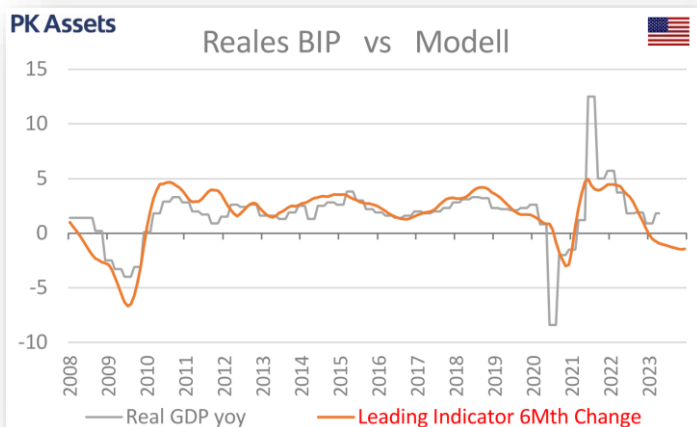
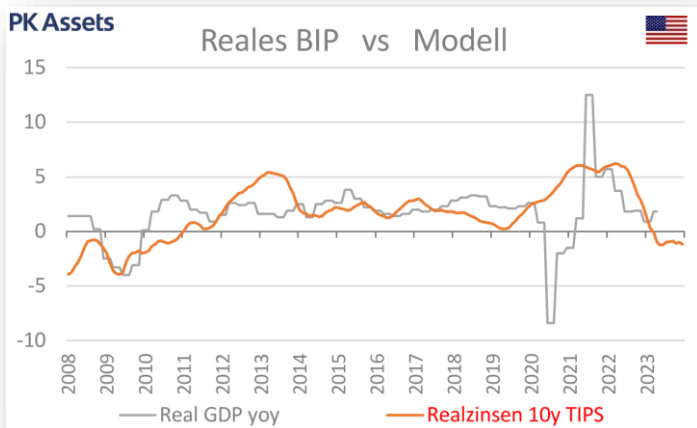
“Until something breaks”: Könnte dies gar China sein?

Resilientes Wachstum: Kommt die Rezession noch vor dem nächsten Aufschwung?



Fact 11: Die wichtigsten Vorläufer **bestätigen** die Gefahr einer Rezession

- Es hat sich trotz positiven Überraschungen in den Finanzdaten wenig verändert:
- Die Vorläufer sind durchs Band negativ



Resilientes Wachstum: Kommt die Rezession noch vor dem nächsten Aufschwung?

Fact 1: Die Zinskurven zeigen unzweideutig Richtung Rezession, ein Omen, das ernst zu nehmen ist

Fact 2: Die hohen Realzinsen sind weniger wirksam weil der Leverage fehlt, speziell beim Konsumenten

Fact 3: Das nominale Wachstum ist viel zu hoch für eine Krisenstimmung

Fact 4: Was ist mit dem Krisen-Katalysator los? Kein Credit Crunch zu beobachten, trotz miserabilem SLOOS

Fact 5: Die Monetary Conditions haben trotz 500 bips Zinserhöhung nicht nennenswert reagiert! Der Zinsmarkt ist positioniert, der Credit- und Aktienmarkt nicht

Fact 6: Dreht die Wirtschaft sogar wieder ins Positive? Green Sprouts überall?

Fact 7: Sentiment schlecht, Realwirtschaft gut!

Fact 8: Dreht der Konsument? Sind die „Stimulus Checks“ bald ausgegeben?

Fact 9: China Reopening ohne nennenswerte Traktion: China holt die Kastanien nicht aus dem Feuer

Fact 10: Strukturelle Zweifel an China als Wachstumslokomotive

Fact 11: Die wichtigsten Vorläufer bestätigen die Gefahr einer Rezession

Was bedeutet das?

1. Die Vorläufer sprechen eine klare Sprache: Es kommt eine Rezession
2. Ein Teil des Finanzmarkts –Credit und Aktien- halten dagegen
3. Eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums erscheint unvermeidlich
4. Das Sentiment könnte schnell und deutlich kippen
5. Das würde reichen um den Bondmarkt zu stimulieren

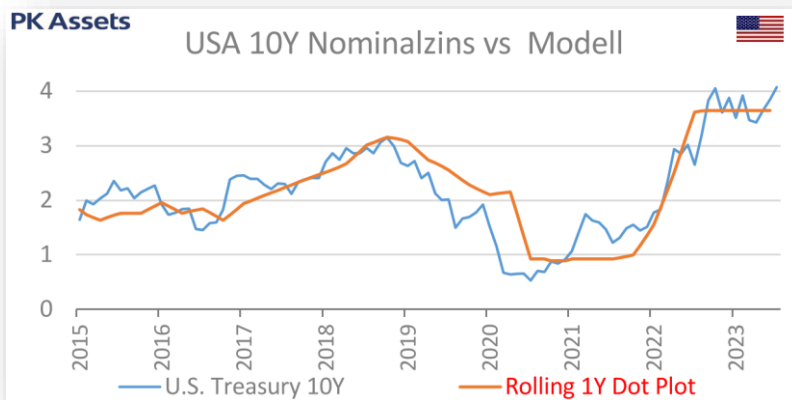
Die interessantesten Themen

1. Nur ein Basiseffekt („Secular Inflation“) oder ein Abwärtstrend?
2. Leitzinsen: „Höher für länger“ gerechtfertigt oder ein „Policy Error“?
3. Resilientes Wachstum: Kommt die Rezession noch vor dem nächsten Aufschwung?
4. **Zinsen: Ist der Bull-Steepener abgesagt oder nur verzögert?**

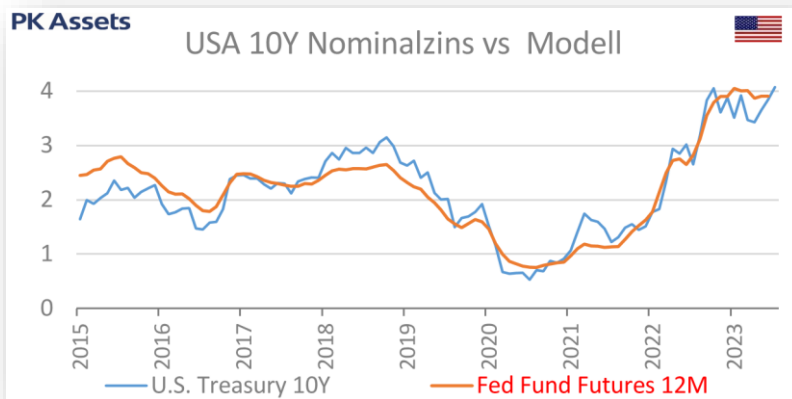
Fakt ist: Der Steepener ist teuer & crowded!

Der Steepener wurde von vielen Marktteilnehmern –inklusive uns- erwartet, dementsprechend war die Positionierung im Markt

Zinsen: Ist der Bull-Steepener abgesagt oder nur verzögert?



Bestimmende Variable der Zielvariable im Chart angeglichen



Bestimmende Variable der Zielvariable im Char angeglichen

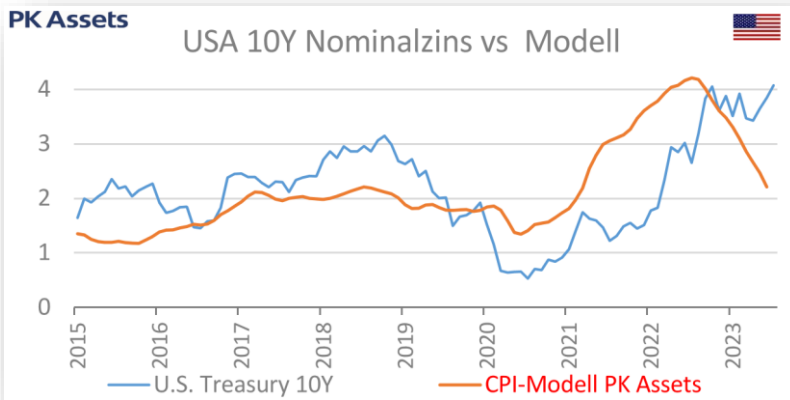
“The steepening trade that was consensus at the start of the year has obviously been discarded and focus now seems to be on just how far the curve inversion can go. (..) The days when the steepener looked like an obvious trade seem like a long, long time ago. Of course, if you’d told the steepening advocates that the Fed was likely to be still hiking rates in July and that cuts weren’t meaningfully priced until early 2024, then the allure of the trade would have been significantly tarnished.” Cameron Crise 6/2023

Fact 1: Die Positionierung pro-Bull-Steepener hat im Quartal **gekostet**

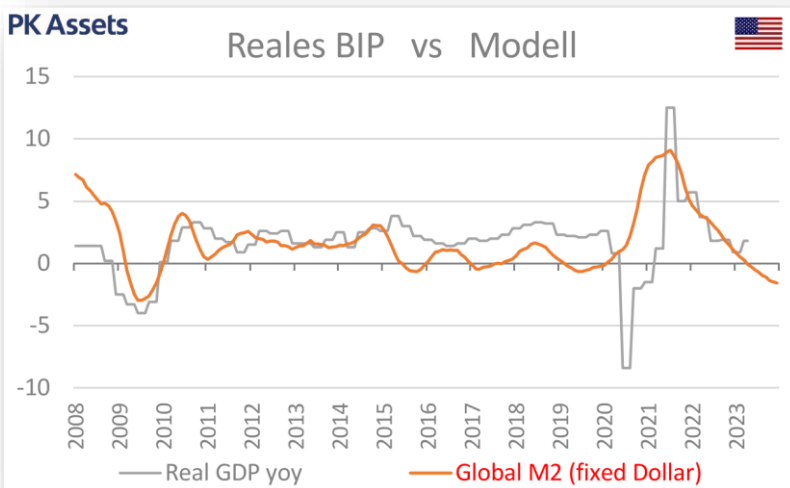
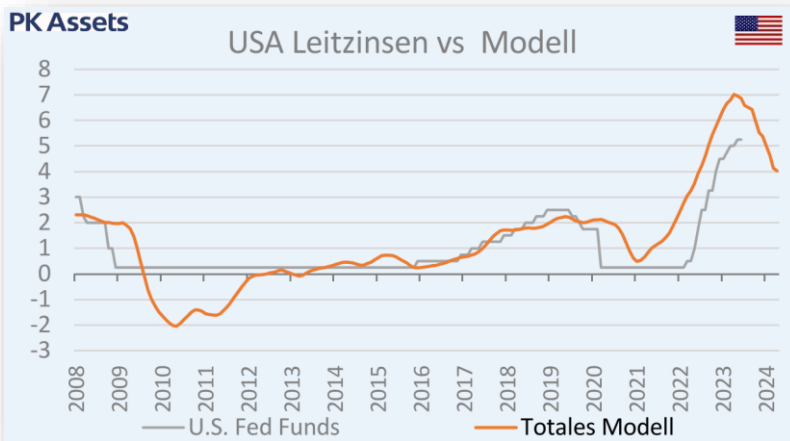
- Die Notenbanken haben den Zinsmarkt überzeugt: Das Tightening geht weiter
- Der Dot-Plot ist nur dann zinsbestimmend, wenn der **Notenbank grosse Glaubwürdigkeit** eingeräumt wird
- *Dies ist offensichtlich aktuell der Fall, so haben sich die Fed Funds Future noch nicht zurück gebildet*
- **Das Fed hat wiederum eine bemerkenswerte Leistung erbracht:**

„It is central bank 101 to embed a hiking bias in a well-orchestrated pause to ensure that expectations are not extrapolated directly into rate cuts” Alphonso Peccatiello 6/2023

Zinsen: Ist der Bull-Steepener abgesagt oder nur verzögert?



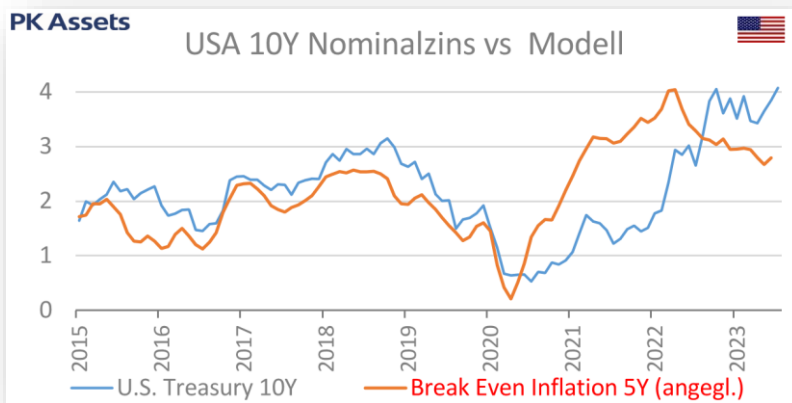
Bestimmende Variable der Zielvariable im Chart angeglichen



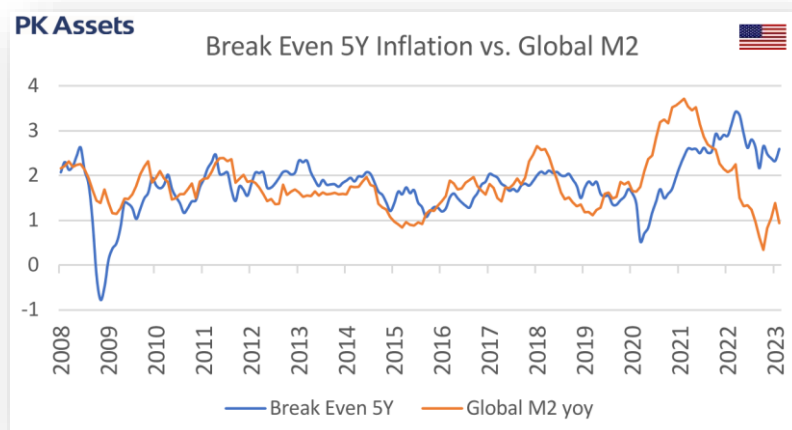
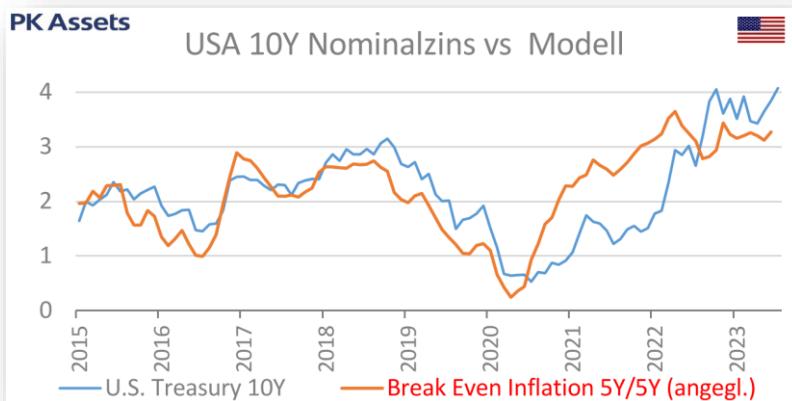
Fact 2: Wir glauben unser CPI/Fed/Wachstums-Case spricht für **tieferer** Zinsen

- Wir sehen 3 Quartale fallender Teuerung, das qualifiziert als „Trend“
- Unsere Inflations-These ist bullish für Bonds!
- Das Fed ist jetzt nahe bei einem Policy Error
- Bei fallendem CPI wirken die aktuellen Zinsen immer restriktiver
- Eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums erscheint unvermeidlich

Zinsen: Ist der Bull-Steepener abgesagt oder nur verzögert?



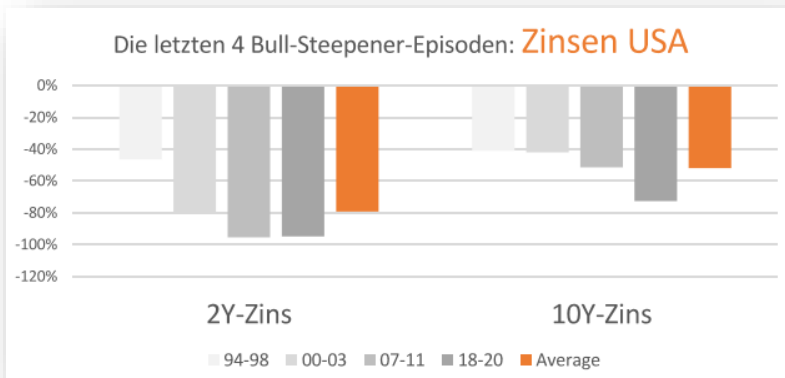
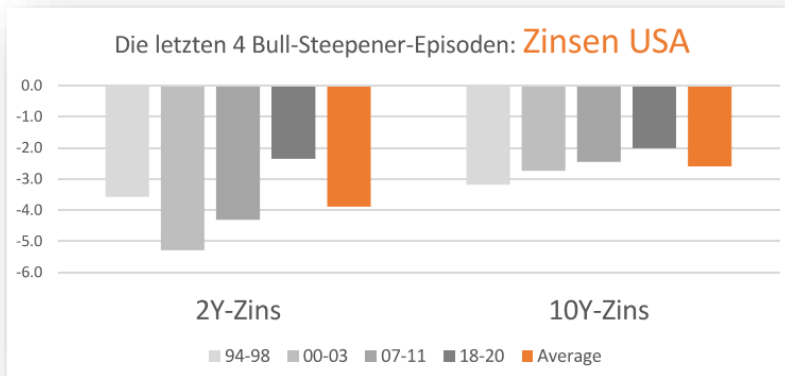
Bestimmende Variable der Zielvariable im Chart angeglichen



Fact 3: Die Inflationserwartungen bestätigen unseren Case im Grossen und Ganzen

- Zwar sind die Inflationserwartungen höher als in den letzten 3 Jahren
- Aber sie sind angesichts der aktuellen Inflation auf überraschend tiefem Niveau
- Und sie steigen nicht
- Und sie sind bei ziemlich genau dem Level des Zentralbankziels für die Teuerung
- Zudem spricht das Wachstum des globalen M2 für tiefere Inflationserwartungen

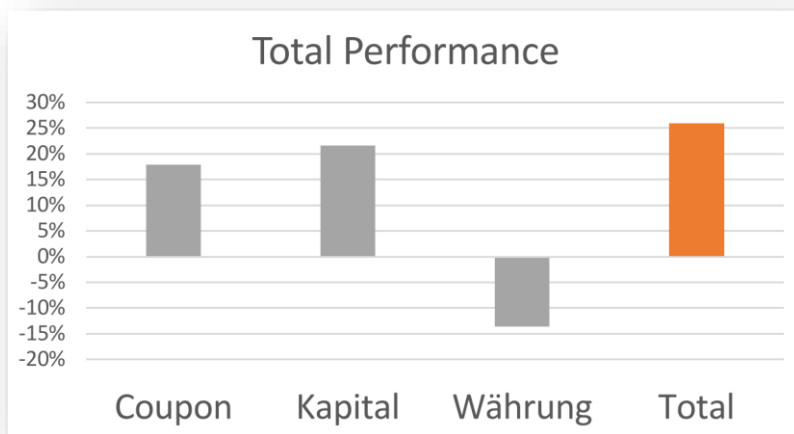
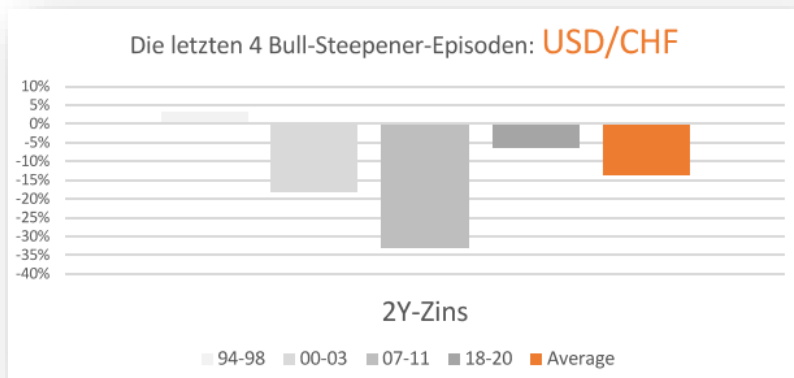
Zinsen: Ist der Bull-Steepener abgesagt oder nur verzögert?



Fact 4: Ein Bull-Steepener kann ausserordentlich **lukrativ** sein

- In den letzten 4 Bull-Steepening-Episoden fielen die Zinsen deutlich!
- In % des Ausgangs-Niveaus der Zinsen kamen so wirklich grandiose Zinssenkungen heraus:
- Das hat massive Kapitalgewinne für lange Bonds gebracht

Zinsen: Ist der Bull-Steepener abgesagt oder nur verzögert?



Fact 5: Was uns Sorge macht: Der **Dollar** ist kräftig **überbewertet**

- Die letzten 4 Bull-Steepening Episoden zeigen:
- Bull-Steepener sind keine guten Zeiten für USD/CHF
- Fallende US-Zinsen können über die Devisenkurse massiv kosten aus Sicht des CH-basierten Investors
- Historisch war aber trotzdem die Total-performance von Obligation + Währung im Durchschnitt erklecklich!
- *Es besteht die Gefahr, dass die USD/CHF-Korrektur deutlicher ausfallen könnte als es historisch der Fall war*
- Erstaunlicherweise besteht kein konsistentes Muster der REER-Performance des USD, egal ob der Start in einer Phase der «Über-» oder «Unterbewertung» stattfand

Zinsen: Ist der Bull-Steepener abgesagt oder nur verzögert?

Fact 1: Wir sehen 3 Quartale fallender Teuerung, das qualifiziert als „Trend“

Fact 2: Unsere Inflations-These ist bullish für Bonds!

Fact 3: Das Fed ist jetzt nahe bei einem Policy Error

Fact 4: Bei fallendem CPI wirken die aktuellen Zinsen immer restriktiver

Fact 5: Eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums erscheint unvermeidlich

Fact 6: Das Sentiment könnte schnell und deutlich kippen

Fact 7: Das würde reichen, um den Bondmarkt zu stimulieren

Fact 8: Im Quartal hat die Positionierung pro Bull-Steepener gekostet

Fact 9: Wir glauben unser CPI/Fed/Wachstums-Case spricht für tiefere Zinsen

Fact 10: Die Inflationserwartungen bestätigen unseren Case im Grossen und Ganzen

Fact 11: Zudem spricht das Wachstum des globalen M2 für tiefere Inflationserwartungen

Was bedeutet das?

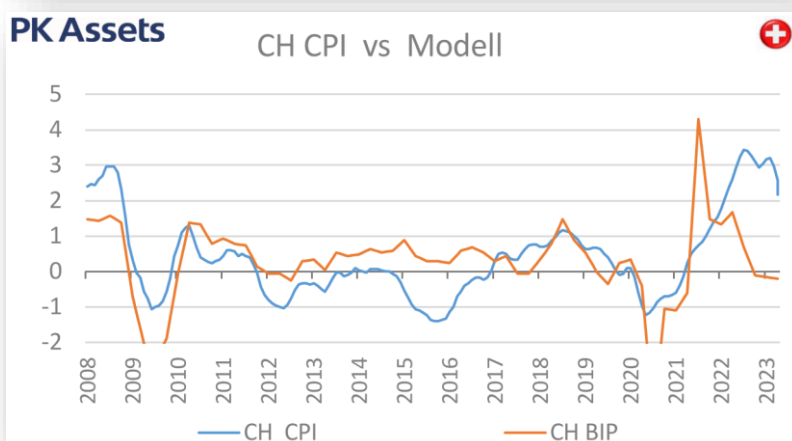
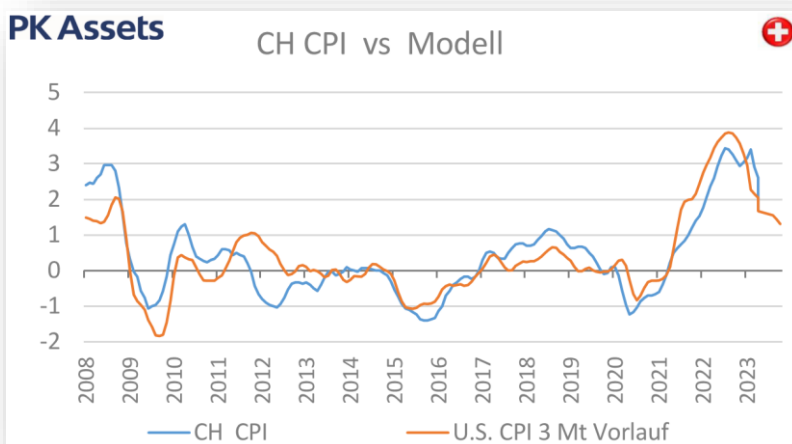
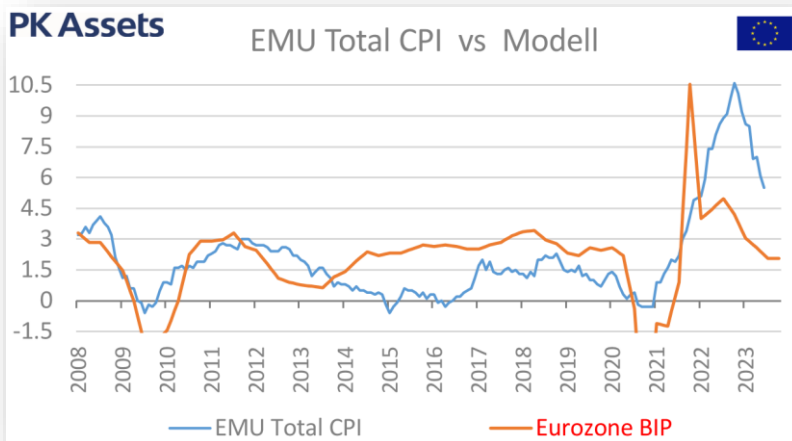
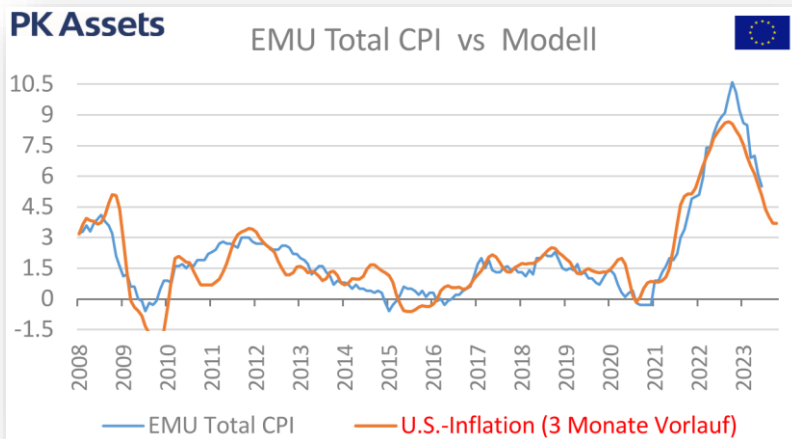
1. Wer jetzt die Bull-Steepening-Positionierung verlässt könnte der Dumme sein
2. Denn dieser bleibt enorm lukrativ und entspricht unserem Case von Teuerung, Leitzins und Wachstum
3. Vorbehalte bleiben wegen dem gemäss PPP hoch bewerteten Dollars

Die interessantesten Themen

1. Nur ein Basiseffekt („Secular Inflation“) oder ein Abwärtstrend?
2. Leitzinsen: „Höher für länger“ gerechtfertigt oder ein „Policy Error“?
3. Resilientes Wachstum: Kommt die Rezession noch vor dem nächsten Aufschwung?
4. Zinsen: Ist der Bull-Steepener abgesagt oder nur verzögert?
5. **Was bedeutet das für EUR- und CHF-Zinsen?**

XXXX

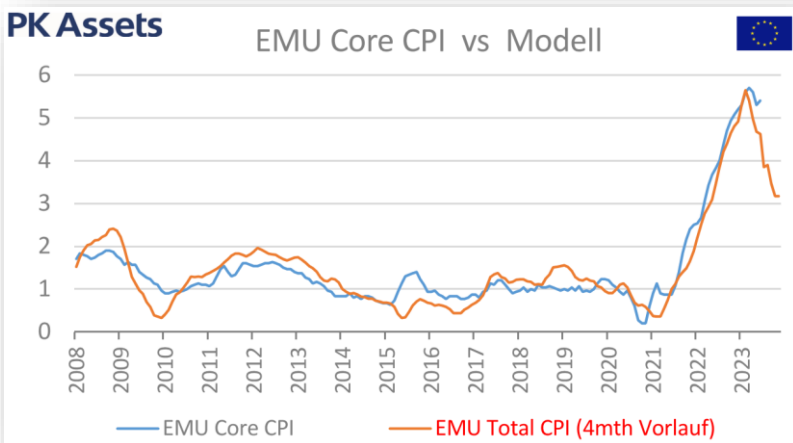
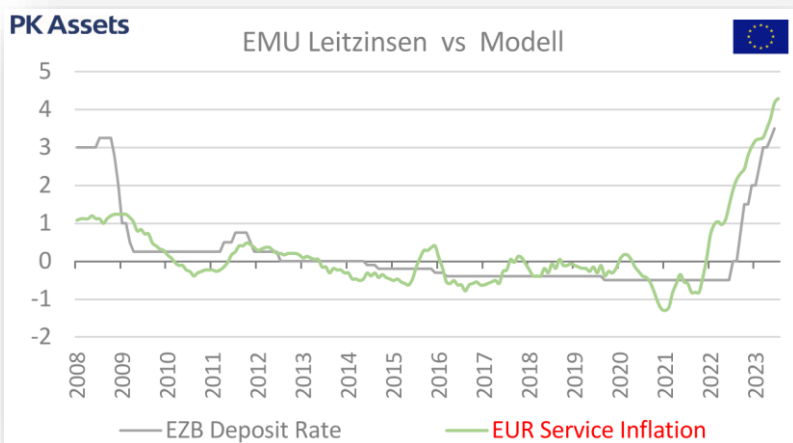
Was bedeutet das für EUR- und CHF-Zinsen?



Fact 1: Die Teuerung in der **Eurozone** und in der **CH** dürfte der USA folgen

- Die *Inflation in Europa* folgt mit einem Quartal Abstand der U.S.-Inflation
- Die wirtschaftliche Dynamik in Europa ist nicht hoch genug für eigenständige, höhere Inflation
- Aber die Inflationserwartungen aus den linker-Märkten in der Eurozone steigen noch, trotz PPI-Crash
- Auch die *Inflation in CH* folgt mit einem Quartal Abstand der U.S.-Inflation, ungefähr gleichlaufend mit der DE-Inflation
- Auch die wirtschaftliche Dynamik in CH ist nicht hoch genug für eine eigenständige, höhere Inflation

Was bedeutet das für EUR- und CHF-Zinsen?



Fact 2: *Es ist aber weniger das Total CPI, sondern es sind die **Dienstleistungspreise**, welche noch kräftig steigen*

- Solange diese Preise nicht deutlich zurück kommen, ist an eine Beendigung des Zinszyklus nicht zu denken
- Und solange die Dienstleistungspreise nicht zurück kommen, kommt auch das Kern-CPI nicht zurück
- Immerhin: Es gibt Hoffnung, das Total CPI ist ein brauchbarer Vorläufer (Vorlauf 4 Monate) für das Kern-CPI

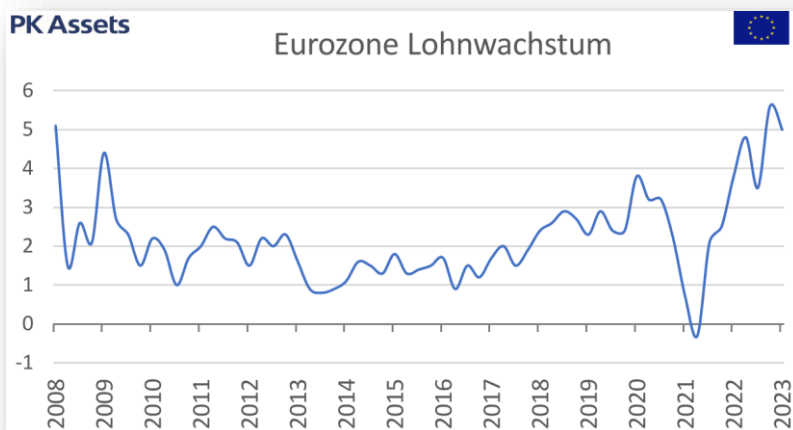
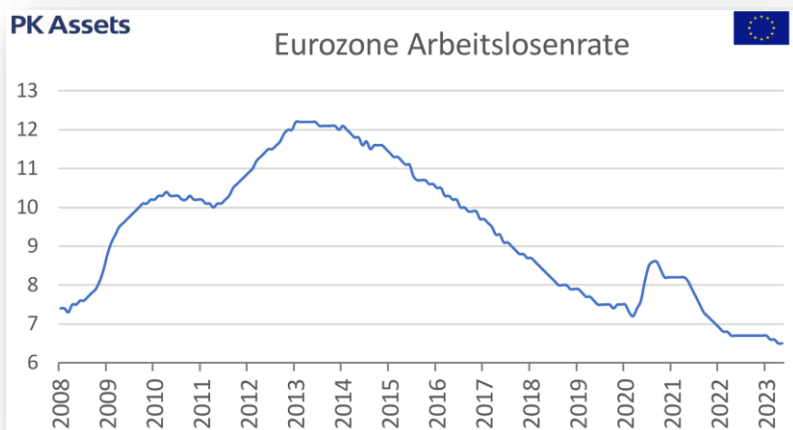
„While May’s inflation data fell sharply and by more than markets had anticipated, we think the ECB governing council will draw relatively little comfort from this – aw do we. Indeed, while core goods inflation has started to decline, the direction of travel in services inflation – a better barometer of domestic inflationary pressures – remain less clear.“

BNP Paribas 6/2023

„We see no signs of a near-term slowdown in eurozone services inflation, as tight labour markets and robust wage growth are likely to keep fuelling broad-based growth in services prices. Although tighter monetary policy should increasingly weigh on demand over coming quarters, it is likely to bring down services inflation only with a lag. As a result, while we think the overall core rate has already peaked, we expect services inflation to reach a peak in July and to decline only slowly, ending the year above 4%.“

BNP Paribas 5/2023

Was bedeutet das für EUR- und CHF-Zinsen?



“Wage inflation in the business economy looks set to rise further from an average of 4.3% yoy in 2022 to at least 5% this year. Record employment (up 1.6% yoy in Q1 2023) encourages workers to press for higher wages to offset much of last year’s surge in energy and food prices.”
BNP Paribas 6/2023

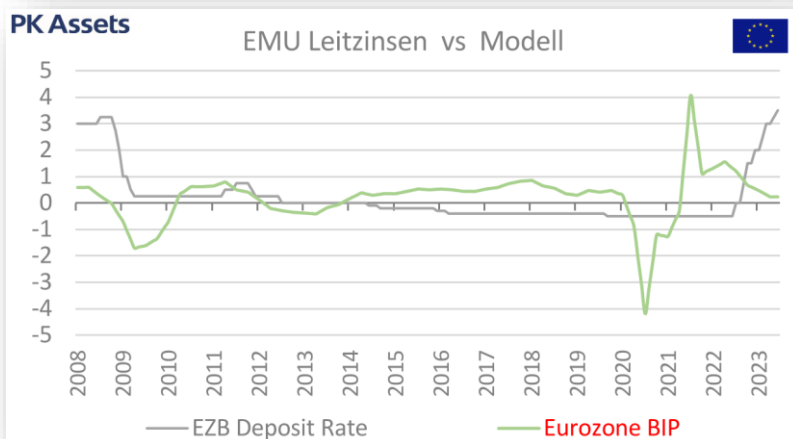
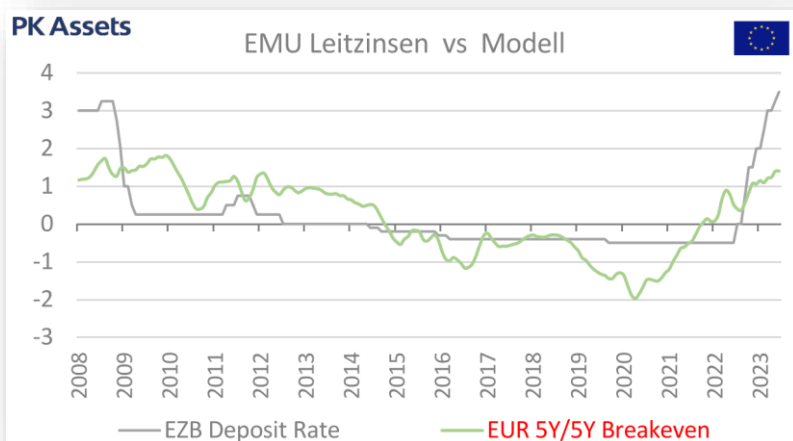
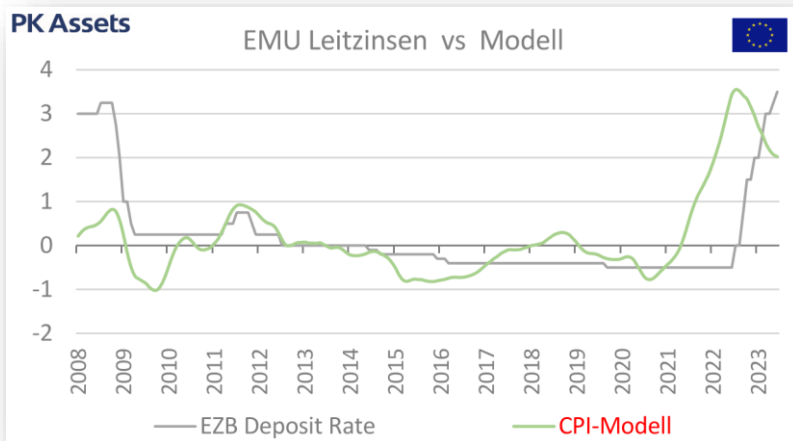
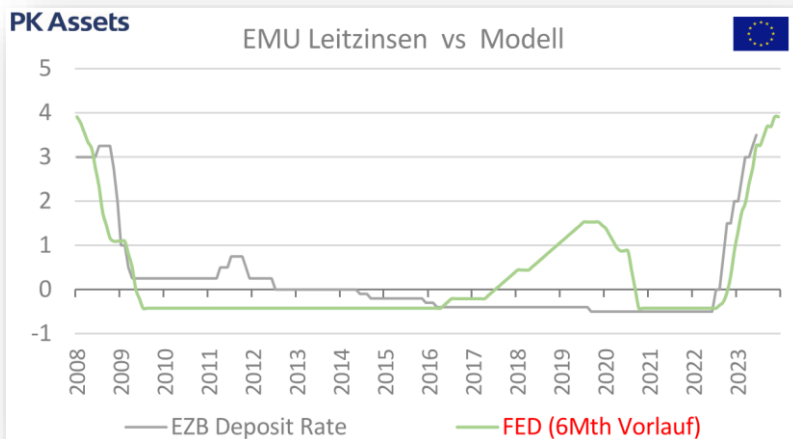
*The ECB now believes that inflation – and especially core inflation – will be more persistent than it had previously expected. In its June projections, the ECB raised its headline inflation forecasts for 2023, 2024 and 2025 (..) owing to past upward surprises and the implications of the **robust labour market**”.*
BNP Paribas 6/2023

Fact 3: *Und was für die USA gilt, gilt auch für Europa: Arbeitsmarkt und Löhne sind stark*

- Die EZB wird keine Zweitrounden-Wirkungen zulassen

„Zwar ist die Gesamtinflation seit Oktober 2022 von 10,6 Prozent auf 7 Prozent gesunken, doch die Kernrate (..) zeigt kaum Anzeichen für eine Trendumkehr. Sie stagniert bei gut 5,5 Prozent. Auf Letztere achten Notenbanker derzeit besonders, weil sich in der Kerninflation unter anderem zeigen kann, wie stark die Teuerung in die Breite geht und wie stark bereits Zweitroundeneffekte temporärer Preisschocks wirken.“
NZZ 5/2023

Was bedeutet das für EUR- und CHF-Zinsen?



Fact 4: Die **EZB** folgt mit 2 Quartalen den USA, ist also noch im Erhöhungsmodus

- Die EZB folgt mit ca. 2 Quartalen Abstand dem Fed, Abweichungen vom Fed stellen sich selten als Nachhaltig heraus
- Die EZB ist damit noch im Zinserhöhungsmodus
- Die höheren Zinsen sind bereits *wirksam* und lassen die Teuerung langsam fallen
- Die Eurozone hat im Gegensatz zu den USA aber noch mit *steigenden Inflationserwartungen* zu kämpfen
- *Nicht* aber mit einem dynamischen Wachstumsumfeld

Was bedeutet das für EUR- und CHF-Zinsen?



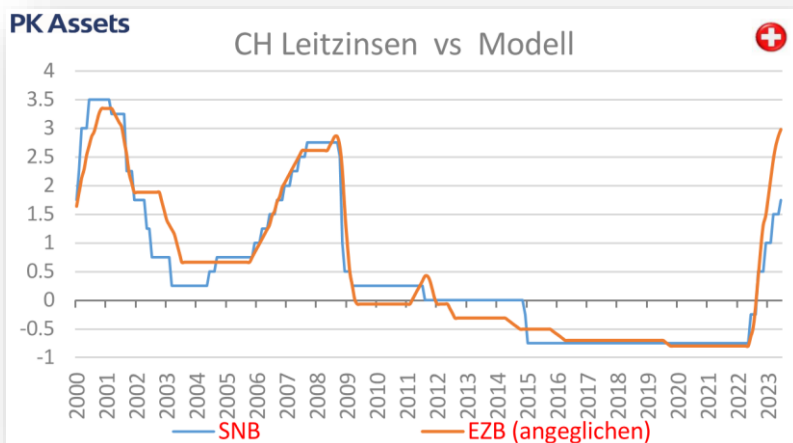
„Much of the impact from the ECB’s rate increases from a deposit rate of -0.5% to 3.25% now is probably still in the pipeline. (..) Growth in money supply and credit is screeching to a halt in the Eurozone. Due to a sharp decline in overnight deposits placed by households and non-financial corporations, M1 money supply already contracted by 5.2% yoy in April. Negative monthly flow data suggest that credit to the private sector could soon be contracting on a yoy basis as well, following a drop in the yoy rate from to 2.5% in April from a peak of 5.8% last September. The effect of the ECB’s past monetary tightening is unfolding.“

BNP Paribas 6/2023

Fact 5: Auch die EZB arbeitet mit **Lags**: Ihre **Wirkung** ist bereits abzulesen

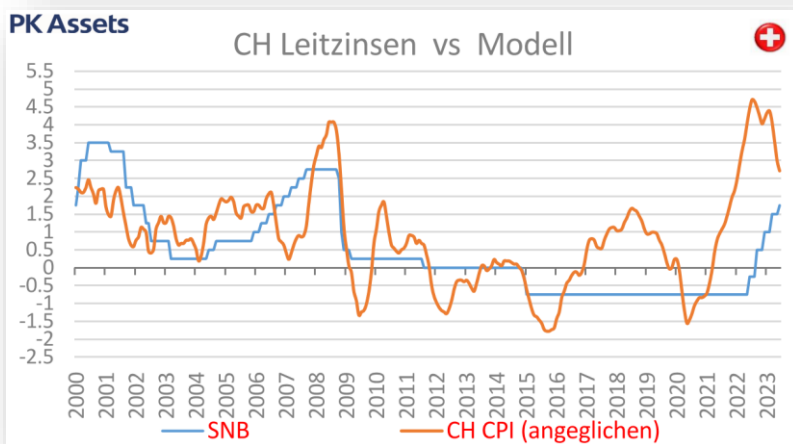
- So zerrint das Wachstum der Geldmenge M2 bereits
- Das ist ein ungutes Omen bezüglich des Wachstums von Kredit in der Eurozone

Was bedeutet das für EUR- und CHF-Zinsen?



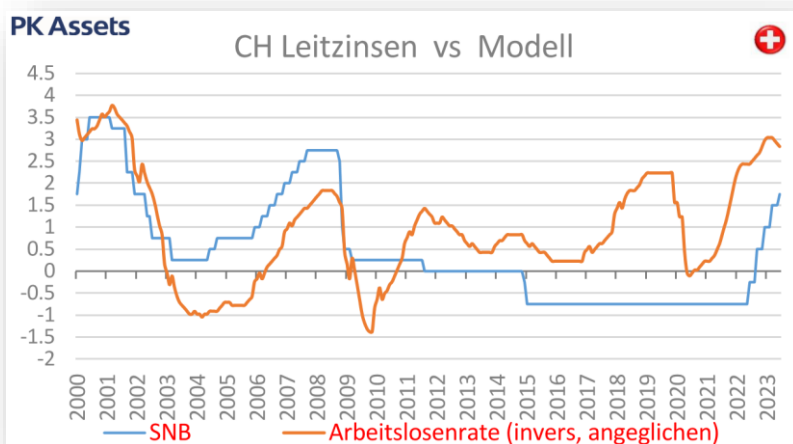
Fact 6: Die **SNB** ist bereits vorsichtiger als die **EZB**

- Die SNB folgt der EZB, aber sie hat das *Tempo* verglichen zur EZB deutlich ermässigt

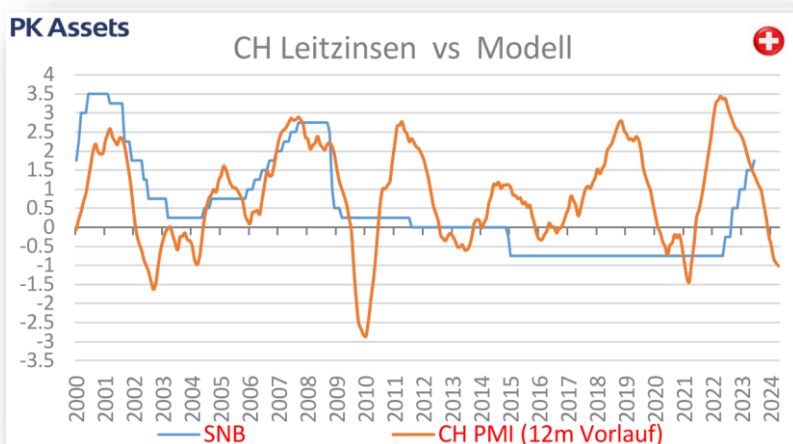


- Die *Teuerung* hat gedreht und ist unter 2% gefallen, also dem Niveau das sich international durchgesetzt hat als Inflationsziel

- Trotzdem darf die SNB nicht locker lassen, weil der *Arbeitsmarkt* weiter stark ist

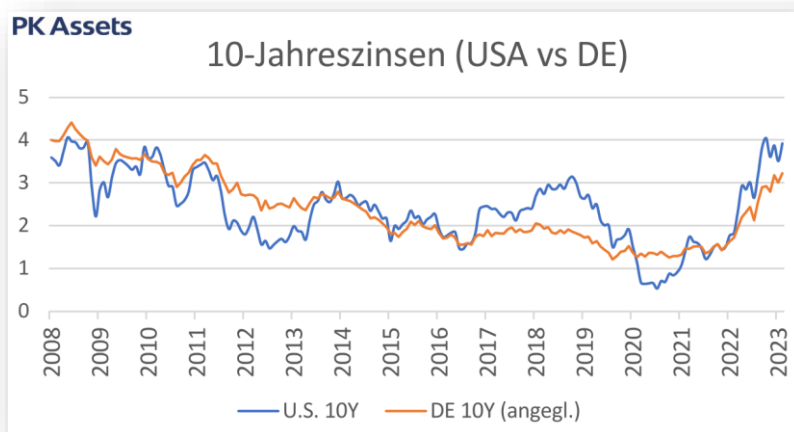


- Der *PMI* zeigt an, wo die Reise hingehen könnte: Zurück auf Null?

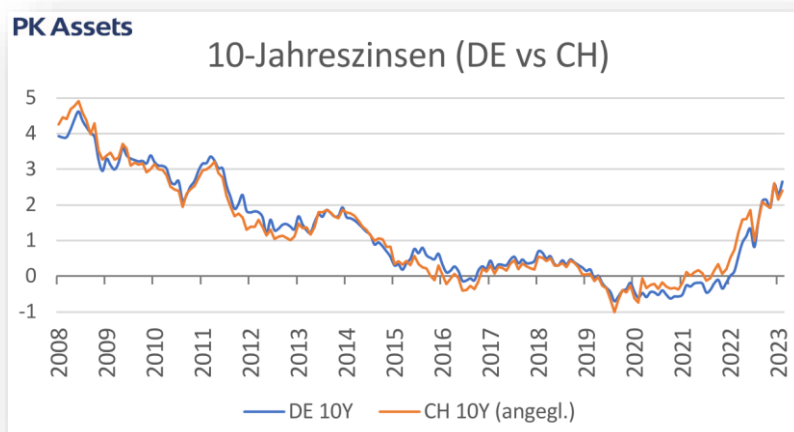


Was bedeutet das für EUR- und CHF-Zinsen?

Fact 7: Der Bondmarkt in der Eurozone und CH sind hoch **korreliert mit den USA**, trotz verschobenen Zinszyklen und Teuerungszyklen



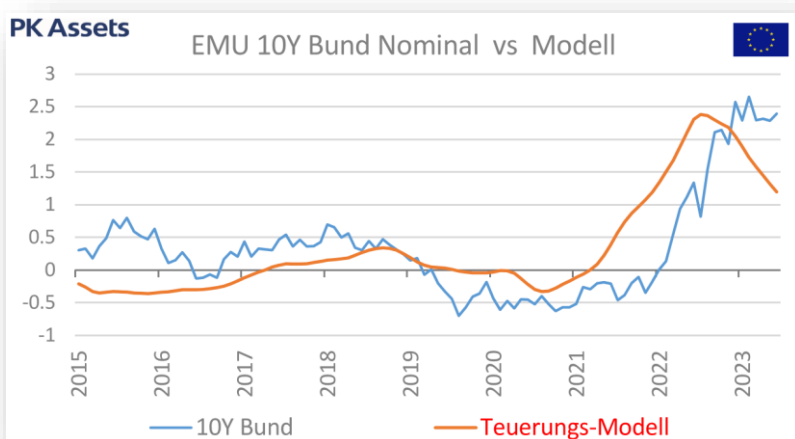
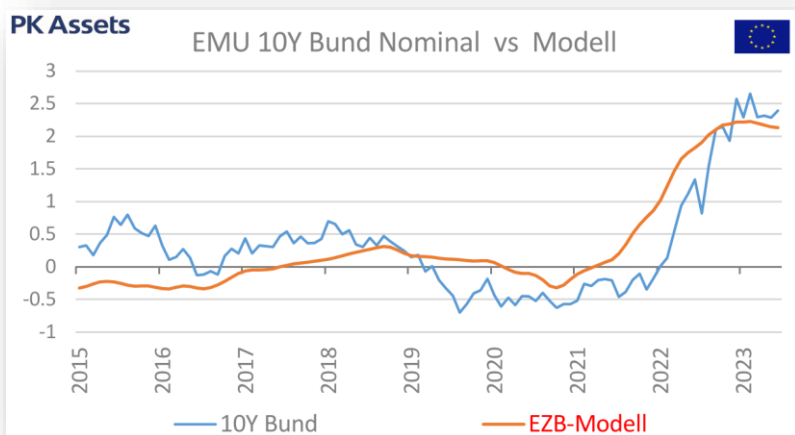
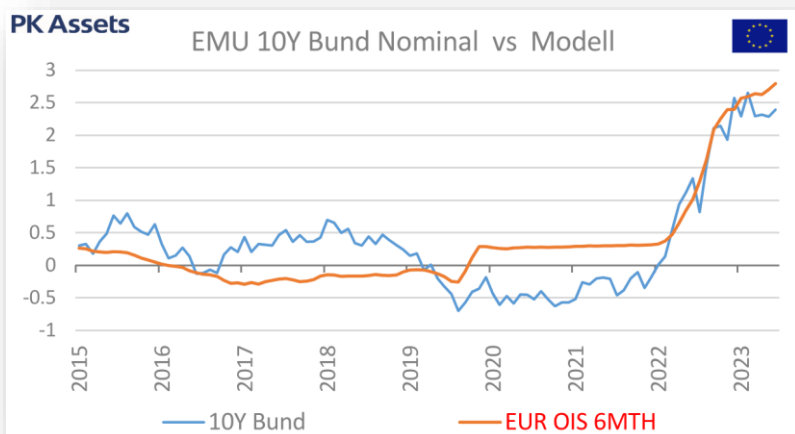
- Deutsche und U.S.-10-Jahreszinsen sind hoch korreliert (0.79)



- Deutsche und CH-10-Jahreszinsen sind fast perfekt korreliert (0.98)

- Angesichts ähnlicher CPI-Prognosen gehen wir davon aus, dass das Eigenleben von EUR- & CHF-Bonds beschränkt bleibt

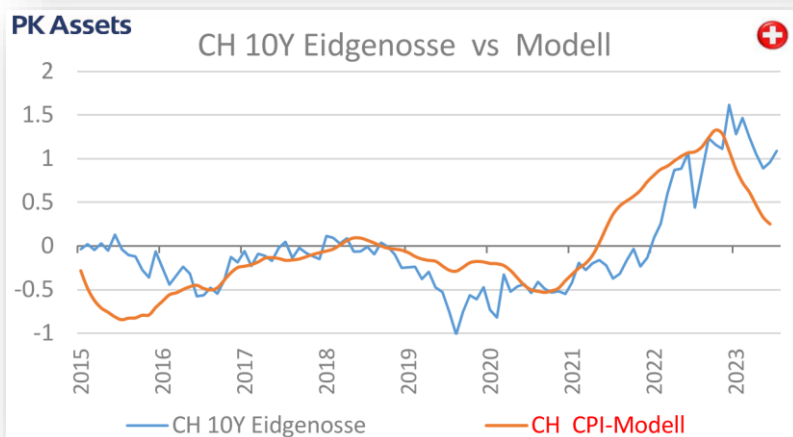
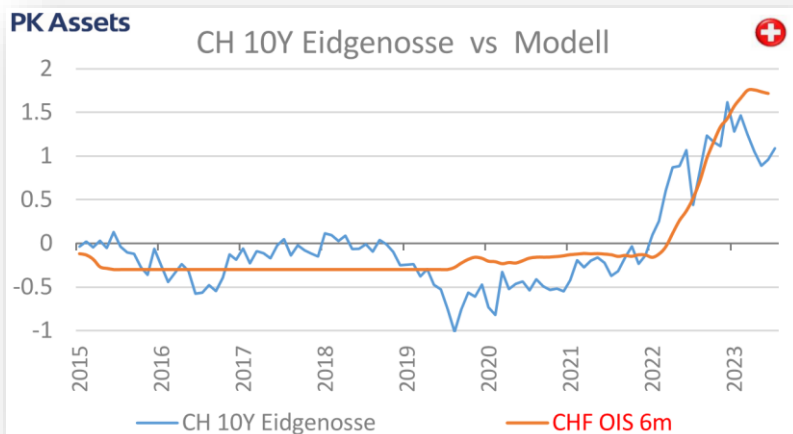
Was bedeutet das für EUR- und CHF-Zinsen?



Fact 8: *Es ist die Notenbank-Rhetorik, die die **Zinsen in Europa** steigen lassen, unser Teuerungs-Modell kommt deutlich zurück und das EZB-Modell toppt*

- *Die Notenbank-Rhetorik lässt die Terminal-Rate-Erwartungen steigen*
- *Kippt das Sentiment in den USA, kippt es auch in Europa*

Was bedeutet das für EUR- und CHF-Zinsen?



Fact 9: In der **Schweiz** ist es die Erwartung von einem nicht beendeten Zinszyklus in seinen **Leitmärkten**, welches die Zinsen oben lässt

- Die Notenbank-Rhetorik lässt die Terminal-Rate-Erwartungen steigen
- Kippt das Sentiment in den USA, kippt es auch in Europa und damit auch in der Schweiz

Was bedeutet das für EUR- und CHF-Zinsen?

Fact 1: Die Teuerung in der Eurozone und in der CH dürfte der USA folgen

Fact 2: Es ist aber weniger das Total CPI, sondern es sind die Dienstleistungspreise, welche noch kräftig steigen

Fact 3: Und was für die USA gilt, gilt auch für Europa: Arbeitsmarkt und Löhne sind stark: Die EZB wird keine Zweitrunden-Wirkungen zulassen

Fact 4: Die EZB folgt mit 2 Quartalen den USA, ist also noch im Erhöhungsmodus

Fact 5: Auch die EZB arbeitet mit Lags: Ihre Wirkung ist bereits abzulesen

Fact 6: Die SNB ist bereits vorsichtiger als die EZB

Fact 7: Der Bondmarkt in der Eurozone und CH sind hoch korreliert mit den USA, trotz verschobenen Zinszyklen und Teuerungszyklen

Fact 8: Es ist die Notenbank-Rhetorik, die die Zinsen in Europa steigen lassen, unser Teuerungs-Modell kommt deutlich zurück und das EZB-Modell toppt: Kippt das Sentiment in den USA, kippt es auch in Europa

Fact 9: In der Schweiz ist es die Erwartung von einem nicht beendeten Zinszyklus in seinen Leitmärkten, welches die Zinsen oben lässt

Was bedeutet das?

1. Wer glaubt, dass die Obligationen-Zinsen in Deutschland und CH ein Eigenleben entwickelt könnten, dürfte enttäuscht werden, v.a. im längeren Bereich
2. Zwar sind die Zyklen in Teuerung und Notenbank zeitlich verschoben, doch interessiert dies den Markt wenig
3. Auch stimmt es, dass die Service Inflation in Europa noch am steigen ist. Aber auch dies ist kein europäisches Unikum und auch hier handelt es sich wohl nur um ein Lagging Indicator
4. Kippt das Sentiment in den USA kippt es auch in Europa und damit in der Schweiz

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 Akkuratessse 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.