

Fixed Income 9/2023:

## Hohe Zinsen..aber auch attraktive Zinsen?

# Der Zinsmarkt in 6 Bullets:

- *Fallende CPIs*
- *Immer höhere Leitzinsen*
- *Immer höhere Nominalzinsen*
- *Immer höhere Realzinsen*
- *Ultraflache Kurven*
- *Moderate Inflationserwartungen*

*Eigentlich die bestmöglichen Voraussetzungen für ein Bondinvestment..*



# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

## Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung

Trotz massivster Zinskurveninversion kann sich der 10Y nicht dem Sog der Notenbank entziehen: Ein klassischer Zinszyklus:

Der 10Y ist jetzt so hoch wie nie seit der Grossen Finanzkrise!

*„the 10-year yield above 4.28%, which is its highest level since November 2007. By historical standards, the number isn't all that high. But with the ZIRP decade so fresh in our memories, it feels high.”*

*Joe Weisenthal 8/2023*

Sind 5% erreichbar?

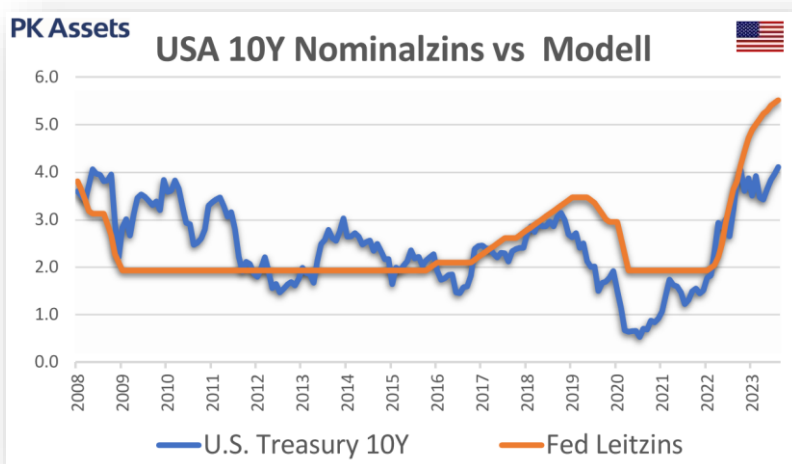
*„At Bank of America Corp., strategists are warning investors to brace for the return of the “5% world” that prevailed before the global financial crisis ushered in a long era of near-zero US rates. And BlackRock Inc. and Pacific Investment Management Co. say inflation could remain stubbornly above the Fed’s target, leaving room for long-term yields to push even higher.”*

*Bloomberg 8/2023*

Folgendes verkörpert den aktuellen Konsens perfekt:

*„The recent reset in yields is not an overshoot, in our view, but rather a repricing that brings longer-term yields into better alignment with the shift in underlying drivers in recent years..”*

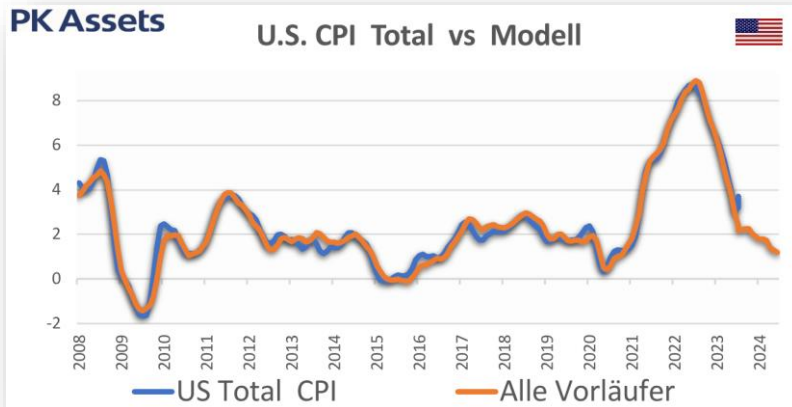
*Bloomberg 8/2023*



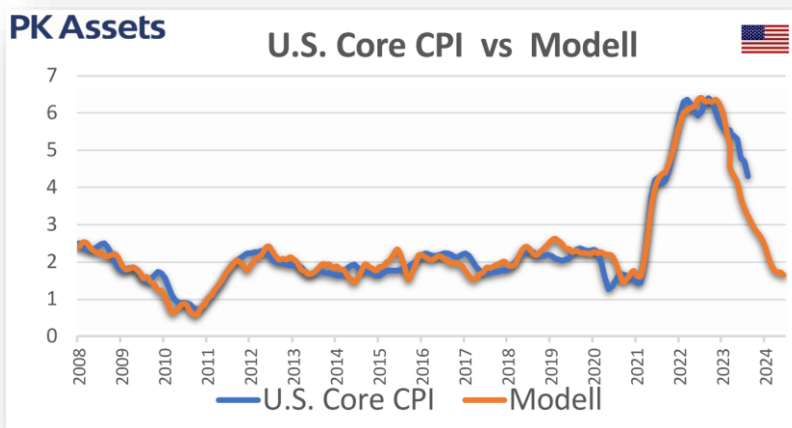
# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

## Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung
- Reaktionsfunktion des Fed



Vorläufer: 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



Vorläufer: Arbeitslosenrate Weekly Hours, Employment Costs, JOLTs, Lieferketten, Truck Index, Shanghai Shipping, Business Supplier Deliveries, Manheim, Gasoline Futures, Copper, Personal Income, Global M2

Unsere **Teuerungsprognose** ist **bullish** für den 10Y; Gefahr aus dem Ölmarkt

Eigentlich zeigt der Grossteil der Vorläufer weitere **Rückgänge** der Teuerung an.

Mit Ausnahme der **Ölpreise**: Diese haben sich wieder massiv verteuert und lassen das CPI aktuell wieder steigen

„Oil prices are now at 2023 highs as a result of the four key drivers:

1. US days of crude oil supply (including SPR) down to 46 days, 40 year low
  2. Saudi/Russia production cuts
  3. Demand strong (India & China restock with discounted Russian crude, China imports from Russia up 50% past 18 months )
  4. Upward pressure on CPI from energy + Saudis no longer recycling oil revenues into UST's (Saudi net foreign assets at 14-year low)“
- Michael Hartnett 9/2023

Aufgrund der realen Gefahr von den Ölpreisen auf unseren CPI Case beruhigt uns, dass die Vorläufer für das **CPI Core** ebenfalls weiter nach **unten** zeigen

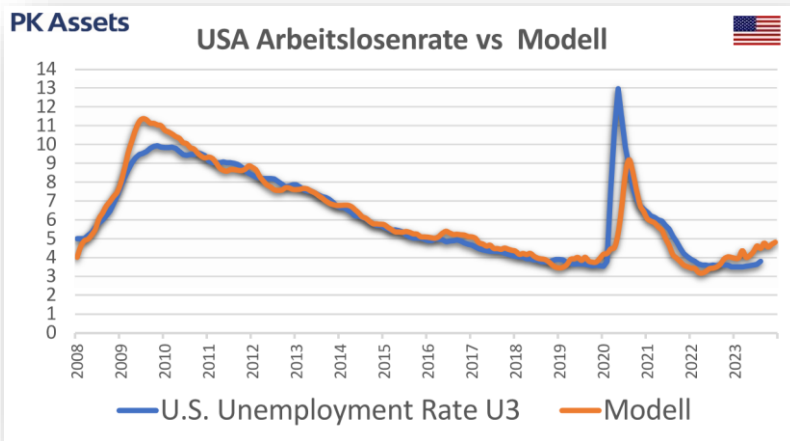
„Oil Prices are 25 to 30% higher since the end of June. Only about 5% are attributable to demand induced changes, with the remainder filtering as **supply induced**.“

BNP Paribas 9/2023

# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

## Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung
- Reaktionsfunktion des Fed



30% NFIB-Komponenten, 5% Consumer Credit, 15% Konsumentenvertrauen, 30% JOLT-Komponenten, 15% New Orders, 5% Labor Force Participation Rate

Für die Reaktionsfunktion der Notenbank entscheidend: Kommt die Beruhigung im **Arbeitsmarkt?** Wäre bullish für den Treasury Bond

Unsere Vorläufer zeigen eine **moderate Entspannung** an, diese haben aber in der letzten Zeit nicht funktioniert und der Arbeitsmarkt hat positiv überrascht

Im starken Arbeitsmarkt steckt die grösste Gefahr für den Bondmarkt, ein Wiederaufflackern der Teuerung, denn die grosse Unbekannte bleibt: Das Arbeitsangebot:

*„job openings could start rising even if labor demand decelerates, as long as labor supply decelerates even more.“*  
Peter Berenzin 9/2022

Man sollte nicht von einem Zusammenbruch des Arbeitsmarktes ausgehen, wie bei der Lektüre von Unternehmensfeedbacks anekdotisch immer wieder belegen:

*„Even last year, when talk of recession was at a fever pitch, it seemed like many businesses were still focused on **building out capacity for the inevitable recovery**. (“We intend to hire more people and embark on a significant capital improvement project ... so that we have capacity available as soon as the economy starts to recover after the recession that everyone is predicting,” a manufacturer in the Dallas Fed survey said). So the **real worry for many firms** wasn’t that a recession would knock demand, but that they would be caught flat-footed in an inevitable recovery. The **memory of pandemic-era supply crunches** of missing components, shipping snarls and labor shortages, is still fresh. (..) And an obvious upshot to that is that if firms are concerned about being caught short — short labor, short on commodities — then they’ll hold onto workers and goods, and that’s a mechanism that prevents a sustained downturn.“*

Tracy Alloway 9/2023

# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

## Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung
- Reaktionsfunktion des Fed

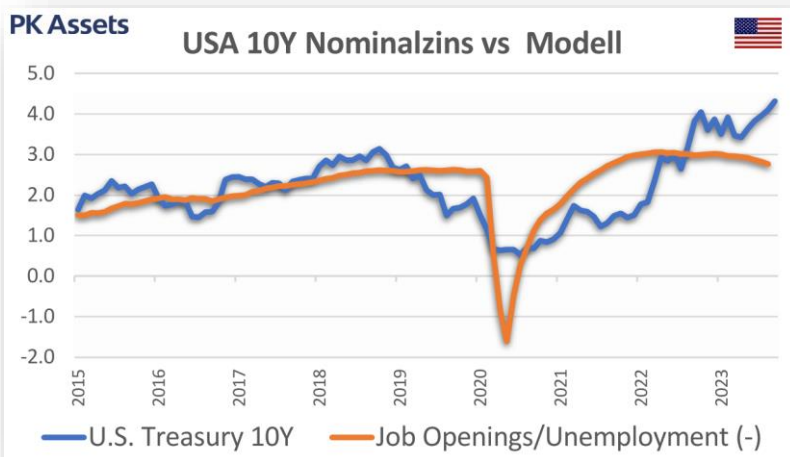
*I've been thinking about this idea a lot lately in the context of the labor market data recently. There seem to be two different trends that are in partial contradiction to each other. One trend is that **layoffs remain extremely low**. The easiest way to visualize this is to just look at the pace of weekly initial jobless claims and you can see that the **number of people getting fired each week is near historically low levels**. (..) So that's good. On the other hand, **some labor market measures are clearly softening**. You can see this in the job- openings data or the quits data, or even some of the private sector measures. There's clearly less hiring intensity right now. So you have companies slowing hiring, while not letting go of workers. To my mind, there are (at least) two possibilities here. One is that this is the key to a soft landing. Hiring intensity slows. Wage growth settles down. Inflation settles down, etc. Another possibility is that decreased hiring is just the first stage of the weakness. It stands to reason that companies start slowing their hiring before actually cutting workers."*

*Joe Weisenthal 9/2022*

Für die nächsten Monate kann jedenfalls einiges an Supply auf dem Arbeitsmarkt problemlos absorbiert werden: Der Arbeitsmarkt bleibt stark

*„Still, even with the recent improvements in labor supply and slowing labor demand, imbalances between the two persist. The ratio of job openings to unemployment, a gauge of labor market tightness monitored closely by the Fed, (..) is well above the average of 1.2 in 2019, although it has declined substantially from its 2022 peak."*

*Berenberg 8/2023*



Die KMUs sind in einer nicht beneidenswerter Lage:

*„I'm always really interested in the question of what small businesses see as their number one problem right now. At the moment, it remains overwhelmingly **access to quality labor**. The line has come down a little bit from its peak about a year ago, but this is still significantly higher than anything else. The job market is still tight and difficult, from the perspective of employers."*

*Joe Weisenthal 8/2023*

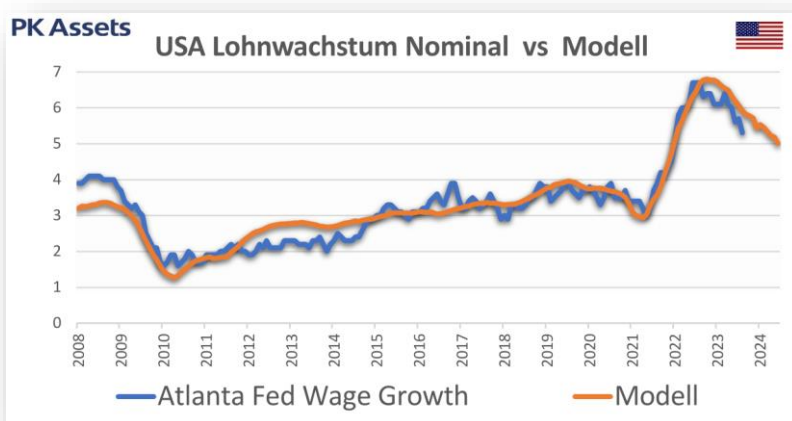
# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

## Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung
- Reaktionsfunktion des Fed

Das **Lohnwachstum** dürfte langsam zurückkommen, es ist keine Lohn/Preisspirale auszumachen, für uns das stärkste Indiz, **bullish** zu sein für den Treasury

Die Löhne sind die ultimativen **Lagging** Indicators und der Ausblick deutet auf eine zwar langsame aber spürbare **Verbesserung**



30% CPI-Modell, 10% PMI-Arbeitsmarktkomponenten; 40% JOLT-Komponenten, 15% Weekly Hours, 5% Financial Conditions

„Indicators of labor market tightness point to ongoing normalization in the balance between supply and demand in the labor market, with the last few months of JOLTS data pointing to a notable **step down in labor demand** through the start of Q3. Still, despite declines in openings and quits, openings remain well above pre-pandemic levels, while quits rates are roughly on par with those in 2019. There were relatively broad-based declines in job openings, quits, and hires through July that are likely to exert **continued downward pressure on wage growth**. (..) Both the aggregate and private sector quits rates slipped below pre-pandemic levels, falling to 2.3% and 2.5%, respectively, suggesting workers' confidence in their ability to secure new employment is waning (..) Wage growth differentials between people staying at the same job and those taking new jobs have also narrowed, suggesting **reduced competition for workers** has lowered incentives for workers to quit. The sharp moderation in the quits rate, which tends to be a **robust leading indicator of wage growth**, is consistent with the **deceleration** in the Q2 Employment Cost Index and points to further moderation ahead.“  
Berenberg 8/2023

“This is a historically great time to be looking for work and negotiating a salary”



# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

## Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung
- Reaktionsfunktion des Fed

Fazit: Unsere Modelle für die Reaktionsfunktion des Fed – Teuerung, Arbeitslose, Löhne - sind insgesamt **bullish** für den Treasury Bond

### Alles geht in die richtige Richtung.

Die Zurückhaltung des Feds, den Sieg zu verkünden, ist allerdings nachvollziehbar

*„All of this adds up to a reasonably clear path for the Fed. They're under no great pressure to hike further as inflation moves in the right direction. But they shouldn't cut soon because the battle isn't won yet, and the lesson of the 1970s and 1980s is not to declare victory too early. That's exactly what the market expects.“*

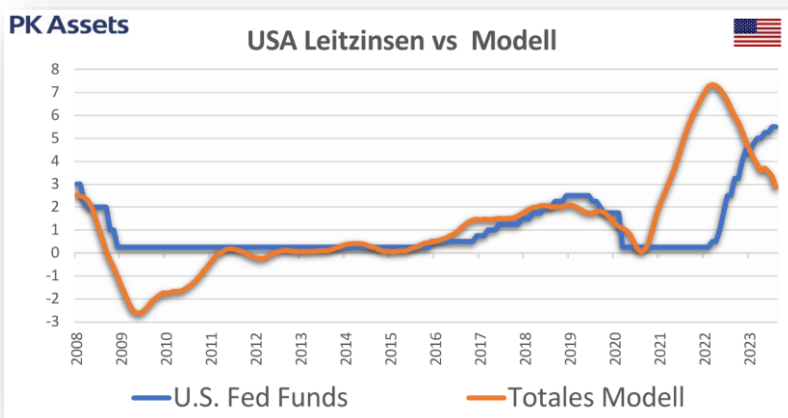
*John Authers 8/2023*

Das Fed riskiert aber nicht nur zu wenig zu machen, sondern auch zu viel zu machen

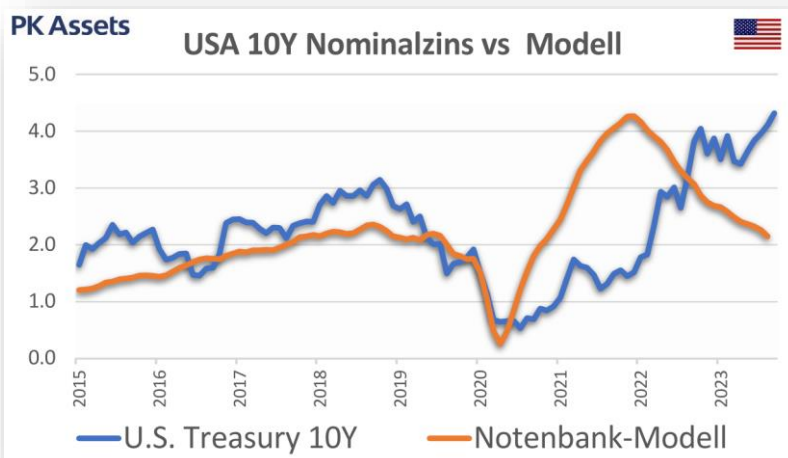
*„A study by former Fed Vice Chair Alan Blinder of 11 monetary policy tightenings from 1965 to 2022 found that four resulted in something approximating that successful outcome with stable or lower inflation, the rest in **hard landings** and or a **reacceleration in inflation** two years later.“*

*Bloomberg 8/2023*

### Der Zinszyklus ist am Peak



33% CPI-Modell, 33% Lohnmodell, 33% Arbeitslosenmodell



33% CPI-Modell, 33% Lohnmodell, 33% Arbeitslosenmodell

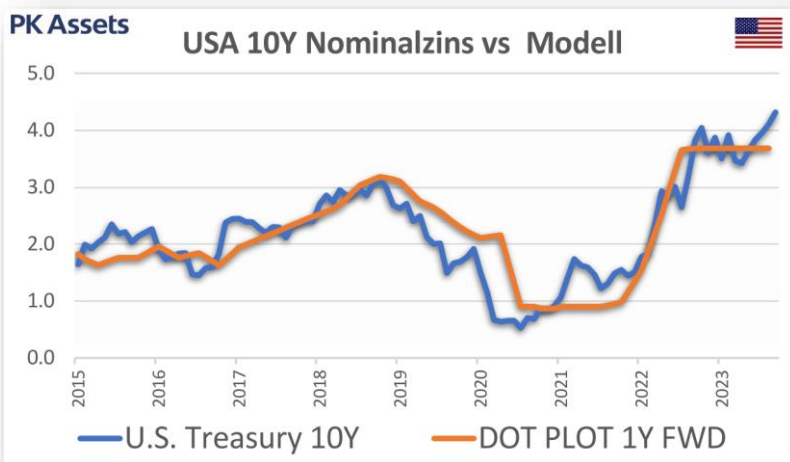
# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

## Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung
- Reaktionsfunktion des Fed
- **Notenbank-Guidance**

Unabdingbar für hohe Zinsen:  
Das Fed überzeugt weiter mit  
ihrer **Guidance** den Zinsmarkt

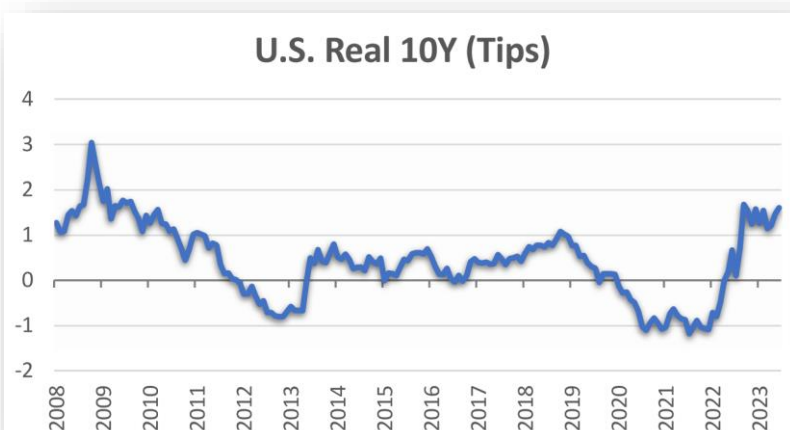
Der Markt glaubt dem Fed, Punkt.



„According to Chair Powell, the recent string of solid economic data has prompted the Federal Reserve Board staff to revise up their economic projections, and the Fed staff no longer expects the U.S. economy to slip into a recession later this year. However, more resilient growth also introduces upside inflation risks.“  
Berenberg 7/2023

Damit gelingt dem Fed bis jetzt  
erstaunliches: Dass ohne weitere  
Zinsschritte die Zinspolitik schärfer  
wird:

„We would note that with headline and core PCE inflation now well below the Fed funds rate, the real policy rate is certainly in **restrictive** territory, and will **only grow more restrictive** over the course of this year – even if the Fed keeps rates unchanged – **as inflation simmers down.**“  
Berenberg 7/2023



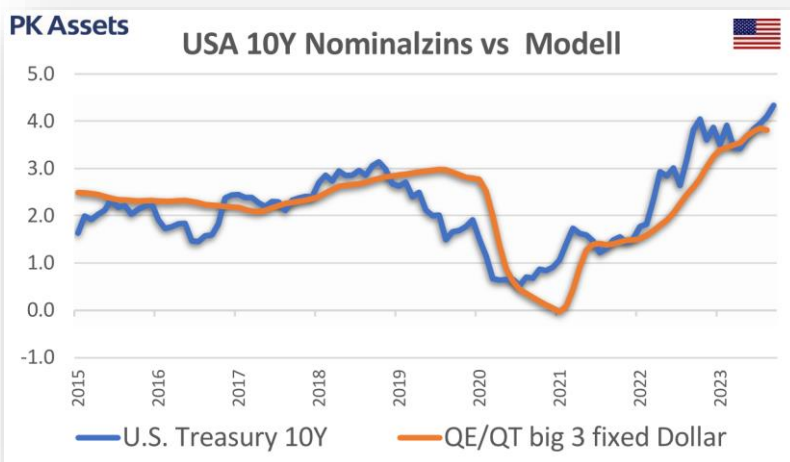
Noch restriktiver als die **Realzinsen**  
heute ohnehin schon sind. Denn die  
Inflationserwartungen dürften dem  
realisierten CPI folgen, wenn unser  
Case stimmt

# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

## Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung
- Reaktionsfunktion des Fed
- Notenbank-Guidance
- **Quantitative Tightening**

Für „höhere Zinsen für länger“ spricht das **Quantitative Tightening** der Notenbank, welches das **Angebot** an Treasuries zusätzlich zum Fiskalexzess hoch hält



Das QT ist aktuell kein wichtiges Thema in der Finanzpresse, dürfte sich aber marginal bearish auf den Zinsmarkt auswirken.

# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

## Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung
- Reaktionsfunktion des Fed
- Notenbank-Guidance
- Quantitative Tightening
- **Markterwartungen ans Fed**

Das **Sentiment** macht den Markt: Die **Hoffnungen** auf schnelle Zinsreduktionen sind **verflogen**

Grund hierfür sind die verpufften „Hoffnungen“ auf eine Rezession

„We change our baseline assessment of the economy from a mild recession with risks tilted to the upside (a soft landing) to a soft landing with risks tilted to the downside (a very mild recession). (..)“

We now expect the Fed will **keep its policy rate at 5.5%** through year-end 2023, **delaying its first rate cut** and adopting a more measured approach to lowering rates in 2024.“

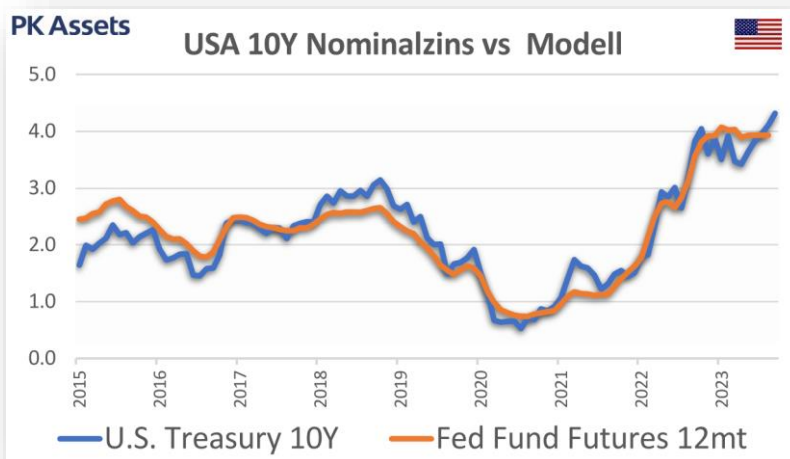
Berenberg 8/2023

Der Markt glaubt an ein **Soft Landing**. Das stimmt uns eher nachdenklich:

„it’s starting to look like the Fed has cut off the left tail of outcomes. That we’re not getting some kind of crazy, 1970s-style inflation spiral. With that risk seemingly diminished, the FOMC has a chance to be legends, pulling off a soft landing that virtually nobody thought was possible, and would go down as probably **one of the greatest economic policy success stories in US history.**“

Odd Lots Newsletter 7/2023

Summa Summarum geht der Markt von keinen grossen Zinserhöhungen mehr aus, aber auch nicht von frühen Zinsreduktionen, und wenn sie kommen sollten, dann nur homöopatische Zinsreduktionen, perfekt ausgebildet mit hohen, aber **stabilen Fed Fund Futures**.

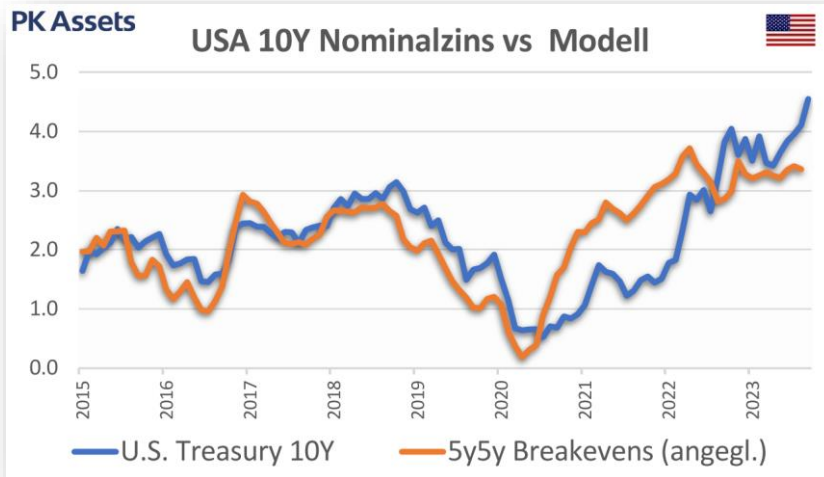


# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

## Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung
- Reaktionsfunktion des Fed
- Notenbank-Guidance
- Quantitative Tightening
- Markterwartungen ans Fed

## Inflationserwartungen



Im TIPS-Markt halten sich die **Inflationserwartungen** auf Niveaus, die mit den Langfrist-Zielen der Notenbank korrespondieren

Die Inflationserwartungen sind in der Tat eher **bescheiden** und kaum ein Grund für hohe Treasury-Zinsen:

*„Contrary to popular belief, investors are generally not scared of sticky persistent inflation: the US 5y5y inflation break-even has traded in a 2.45-2.75% range for the last 12 months - that means investors expect US CPI inflation to float around these levels between 2028 and 2033.“*

Alfonso Peccatiello 9/2023

Dies ist der gravierendste Unterschied zu Volckers Zeiten

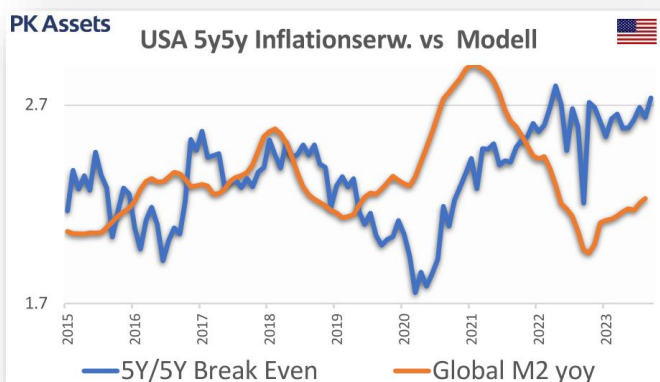
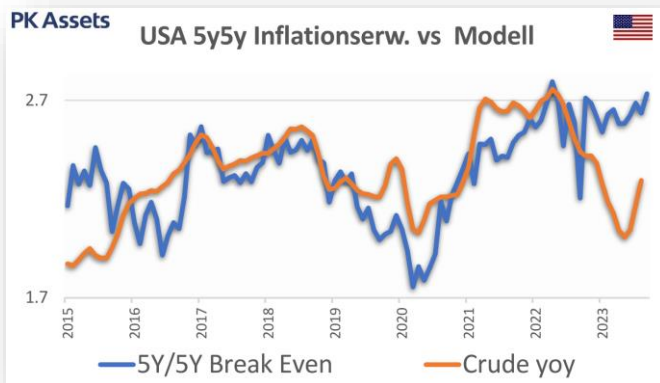
*„Das unterscheidet die heutige Ausgangslage für Powell deutlich vom Umfeld, mit dem der damalige Fed-Chef Paul Volcker 1980 zu kämpfen hatte: Volcker war mit Inflationserwartungen von bis zu 10% konfrontiert. Er musste eine harte Rezession herbeiführen, um dieser Erwartungsdynamik das Genick zu brechen. Powell hat es immer noch mit relativ bescheidenen Inflationserwartungen zu tun. Er kann abwägen, ob das Risiko einer Rezession wirklich notwendig ist.“*

Mark Dittli in The Market 9/2023

Es sind die **Realzinsen**, welche die Zinsen oben halten, nicht die Inflationserwartungen!

*„Both last year's rise to a peak in October and the latest surge have been driven by real yields, which were negative before consumer prices took off, and are now near 2%. That implies a meaningful tightening of financial conditions“*

John Authers 8/2023



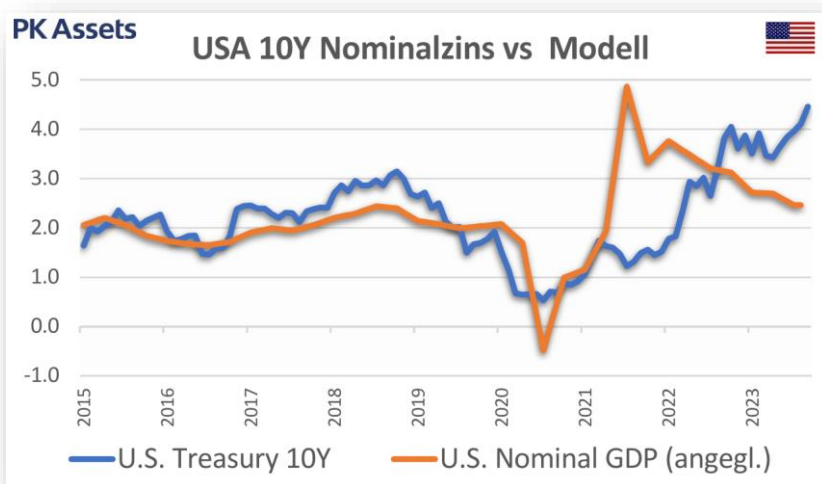
# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung
- Reaktionsfunktion des Fed
- Notenbank-Guidance
- Quantitative Tightening
- Markterwartungen ans Fed

Inflationserwartungen

## Wachstumsaussichten & BIP-Vorläufer



Die **U.S. Wirtschaft** dürfte auch im 2023 **nominal** mit 6% **wachsen!**

*„US nominal GDP to jump 6% in 2023, adding \$1.6trn to \$27tn economy“  
Michael Hartnett 9/2023*

Das wird von **niemandem** als **rezessiv** empfunden, egal wo die Inflation steht.

Der U.S. Konsument ist also überraschend resilient, aber wie lange noch?

Die **beherrschende Frage** dieses Quartals war, ob und wann Joe Sixpack seine **Stimulus Checks** ausgegeben hat

Wann versiegen die Stimulus-Reserven? Manch ein Analyst sagt „**jetzt**“ oder immerhin „**sehr bald**“:

*„Despite an aggressive tightening campaign by the Federal Reserve, US consumption continues startlingly robust. That is the main reason why US growth has been stronger than forecast this year. Virtually everyone agrees that the explanation lies in the extraordinary stimulus payments paid out during the pandemic. (...) While consumers had so much extra cash, consumption could continue. How much do they have left? **Not much**, the San Francisco Fed suggested. By its estimates, personal savings had increased as much as \$2.1 trillion compared to the pre-pandemic trend — and by the end of the first quarter had dropped by \$1.9 trillion. That suggests that the extra spending money has run out **by now**.“*

John Authers 9/2023

*„US consumers have spent at an above-trend pace over the last couple years by leaning on excess savings built up over the course of the pandemic. This dynamic is fading — and looks **set to end soon**, with excess household savings likely to be **depleted by year-end**. Distributional data suggest both excess savings and cash balances skew toward the top income earners, and are already depleted for most US households. Absent this cushion, we expect US consumers to become increasingly sensitive to labor market dynamics. Our base-case forecast for rising unemployment should translate to slower spending growth and higher consumer delinquency rates.“*

BNP Paribas 7/2023



# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung
- Reaktionsfunktion des Fed
- Notenbank-Guidance
- Quantitative Tightening
- Markterwartungen ans Fed

Inflationserwartungen

**Wachstumsaussichten & BIP-Vorläufer**

Die **Konjunktur-Hoffnungen** fassen vor allem auf 2 Quellen

1. Capex
2. Staat

*„US federal budget deficit biggest outside war, recession“*

Fakt ist: Die **Fiskalpolitik** hält die Konjunktur am Leben

*„Business fixed investment and other cyclical and interest rate-sensitive sectors have remained resilient. The CHIPS and Inflation Reduction Acts have prompted a **splurge in business investment** on manufacturing facilities for semiconductors, electronics, and electrical equipment, while spending tied to the Infrastructure, Investment and Jobs Act is set to generate **continued healthy increases in government consumption and investment.**“*

*Berenberg 8/2023*

*„Gegenwärtig beläuft sich das Budgetdefizit der USA auf Bundesebene auf knapp 8% des BIP, was in Zeiten der Vollbeschäftigung ein geradezu absurd hoher Wert ist: Dieses Haushaltsdefizit der Staates bedeutet für die US-Wirtschaft einen fortwährenden Stimulus. Und das Wichtige daran: Im Gegensatz zum Privatsektor lässt sich der Staat von höheren Zinsen nicht beeindrucken. Zwar steigt dadurch seine Zinslast, aber das führt bloss dazu, dass das Haushaltsdefizit noch grösser wird. (...) Das führt zu einer **paradoxen** Situation: Die vom Fed herbeigeführte Erhöhung des Zinsniveaus hat keinen bremsenden Effekt auf die Ausgabenpolitik des Staates. Im Gegenteil: Die erhöhten Zinszahlungen stimulieren die Wirtschaft noch zusätzlich.“*

*The Market 7/2023*

Läuft es auf einen Kampf zwischen fallendem Konsum und steigenden Investitionen aus?

*„The headline Q2 GDP print topped estimates, rising 2.4% (annualized q/q). The report featured **sharp deterioration in consumer demand and a pickup in investment growth**, which resulted in **little change** in the pace of growth in final sales.“*

*BNP Paribas 7/2023*

Stoff für unser nächstes Quarterly!

# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

## Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung
- Reaktionsfunktion des Fed
- Notenbank-Guidance
- Quantitative Tightening
- Markterwartungen ans Fed

## Inflationserwartungen

## Wachstumsaussichten & BIP-Vorläufer

Zentral für die kommende Performance der U.S.

Wirtschaft:

Finanzierungsbedingungen:  
Gemischte Signale!

„Ohne höhere Credit Spreads keine Rezession“

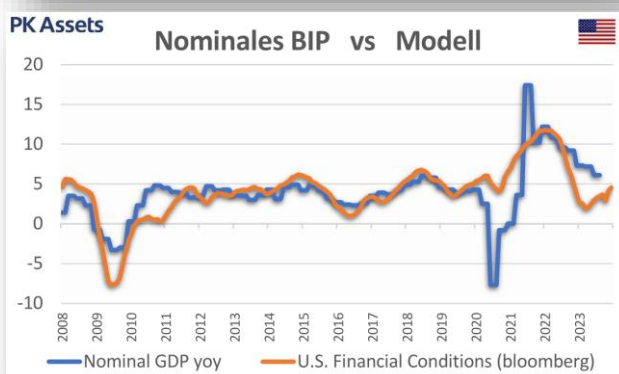
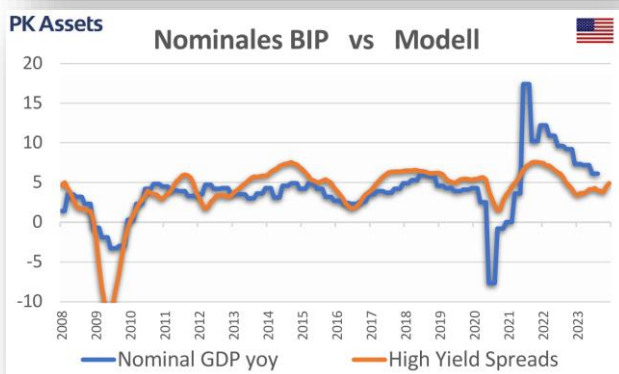
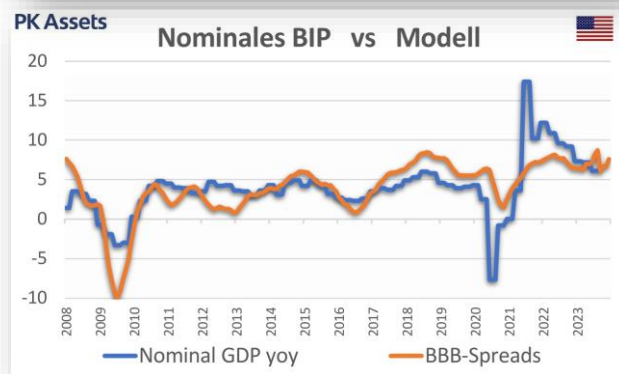
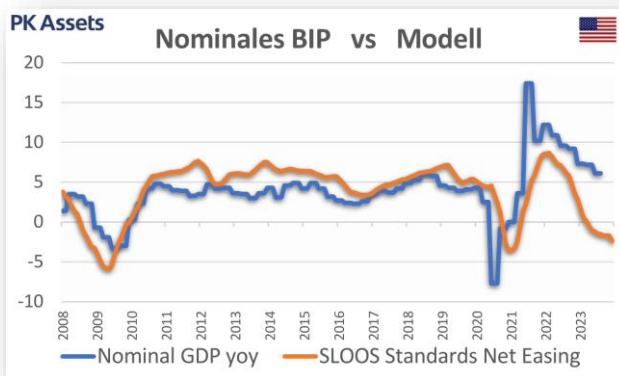
*Das interessanteste Faktum der letzten Monaten ist der Umstand, dass trotz extrem schlechter Senior Loans Surveys (SLOOS) die Spreads nicht gestiegen sind!*

*Waren die CFOs der Firmen diesmal smarter als in früheren Episoden?*

*„That this has yet to bite probably reflects the fact that a lot of borrowing took place in 2020 when conditions were highly favorable.“  
Cameron Crise 9/2023*

*Aufgeschoben ist nicht aufgehoben?  
Die KMU spüren die höheren Zinsen bereits!*

*„higher rates are already hurting them. Bigger companies used the exceptionally long period during 2020 and 2021, when rates were effectively zero, to lock in low rates well into the future. Corporate treasurers at larger companies have done a good job of pushing the maturities of their debt beyond next year. In 2025, however, much more debt will need to be renegotiated, creating what might be called a corporate version of a “fiscal cliff.”“  
Isabelle Lee 9/2023*





## „Die effektiven Zinskosten der Unternehmen in den USA ist auf dem tiefsten Stand seit mehr als 60 Jahren“

*Das ist kein Tippfehler: Obwohl die Leitzinsen auf den höchsten Wert seit mehr als zwanzig Jahren gestiegen sind, sind die **Zinskosten der Unternehmen immer weiter gesunken**. Sogar in absoluten Zahlen sind die Nettozinskosten der Unternehmen gesunken, während die Leitzinsen gestiegen sind. (..) Erstens haben sich unzählige Konzerne in der Tiefzinsphase, die bis Ende 2021 dauerte, langfristig zu günstigen Konditionen finanziert. Das heisst, viele Unternehmen werden noch Jahre von niedrigen Zinsen profitieren. Ihren eigenen Cashbestand können sie derweil, zweitens, zu attraktiven Zinsen am Geldmarkt – gegenwärtig zu rund 5% – anlegen. Das heisst, sie sind **Nettogläubiger** und können eine Zinsdifferenz einstreichen. Ähnlich ist es am Immobilienmarkt: Für den Kauf von Wohnimmobilien in den USA ist es normal, Fixhypotheken mit dreissig Jahren Laufzeit abzuschliessen. **Millionen von Hausbesitzern, die sich in der Tiefzinsphase zwischen 2011 und 2021 finanziert haben**, können die Zinserhöhungen des Fed egal sein.*

*Mark Dittli in The Market 7/2023*

# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung
- Reaktionsfunktion des Fed
- Notenbank-Guidance
- Quantitative Tightening
- Markterwartungen ans Fed

Inflationserwartungen

**Wachstumsaussichten & BIP-Vorläufer**

Fakt ist: Der **Transmissionsriemen** von Geldpolitik (Wallstreet) zur Realwirtschaft (Mainstreet) funktioniert (noch?) nicht so restriktiv wie erwartet. Das spricht klar für „höher für länger“ und ist klar **bearish** für den Treasury Bond

„**Financial conditions indexes**, which use a range of conditions from different markets to measure the ease with which finance can be raised, or the strength of risk appetite, suggest that the environment is actually **loose**.“

*„Judging by Bloomberg’s own US conditions index, confidence is back where it was in the spring of 2022, before the Fed’s hiking campaign even started: The corporate credit market is certainly making life easier for companies and investors. Taking the spread of the yield of investment-grade companies rated at least BAA by Moody’s over five-year Treasury bonds, we find that spreads haven’t been this tight since the summer of 2007. The credit crisis soon followed. (..) To quote a fascinating piece by Sarah McCarthy of Alliance Bernstein: The drivers of the move higher in bond yields have been much different this year vs. last year. **Bond yields this year have likely risen due to the market’s improved perception of economic growth potential**. Bond yields rose last year because of inflation and expected rate hikes. Financial Conditions have actually **eased** this year, whereas they tightened significantly last year. The risk to Growth from here arguably is a deterioration in the market’s assessment of the economic outlook, i.e. **financial conditions**, rather than a move higher in bond yields alone.“*

*John Authers 9/2023*

In der immer mehr **finanzialisierten Wirtschaft** werden die Financial Conditions immer wichtiger. Ein Rutsch bei den Aktien oder höhere Credit Spreads können auch bei den Zinsen eine **Lawine** auslösen, auf beiden Seiten!

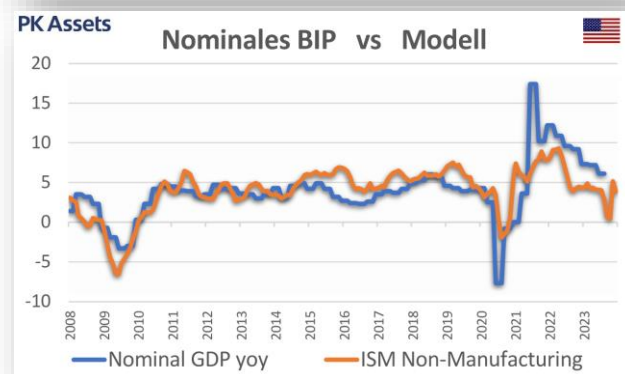
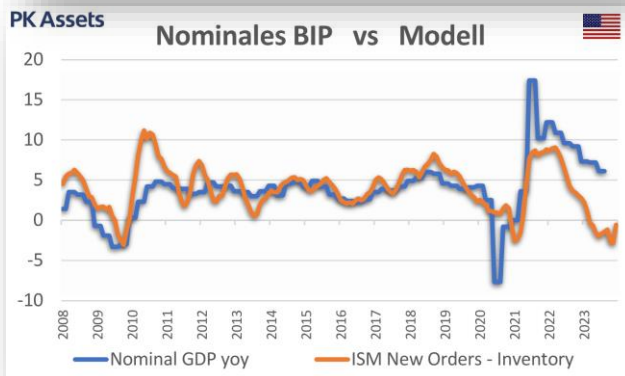
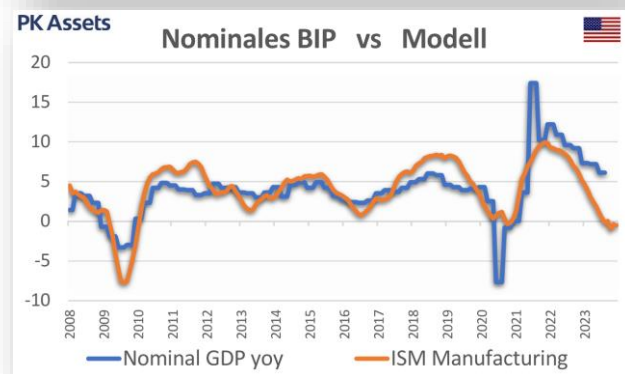
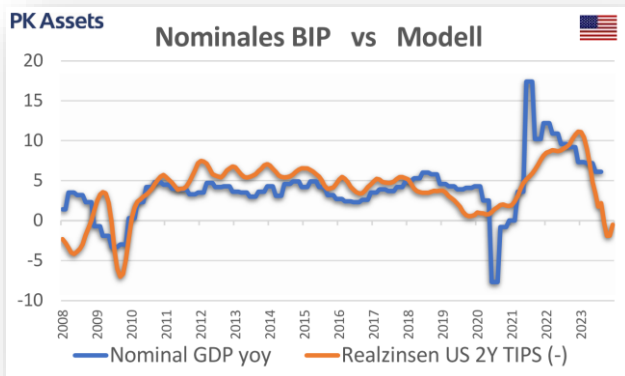
# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung
- Reaktionsfunktion des Fed
- Notenbank-Guidance
- Quantitative Tightening
- Markterwartungen ans Fed

Inflationserwartungen

## Wachstumsaussichten & BIP-Vorläufer



Realzinsen und **Produzenten-Sentiment** sprechen seit einiger Zeit klar für eine **Rezession**, das **Dienstleistungs-Sentiment** bleibt unbeeindruckt

Klar ist: Die Realzinsen beissen bereits:

Vor allem das **Industrie-Sentiment** deutet für diesen Bereich auf ein **rezessives** Umfeld hin

Der Lagerzyklus, ein sonst zuverlässiger Indikator sieht nicht gut aus

Der Dienstleistungssektor allerdings zeigt kaum Schwäche

# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

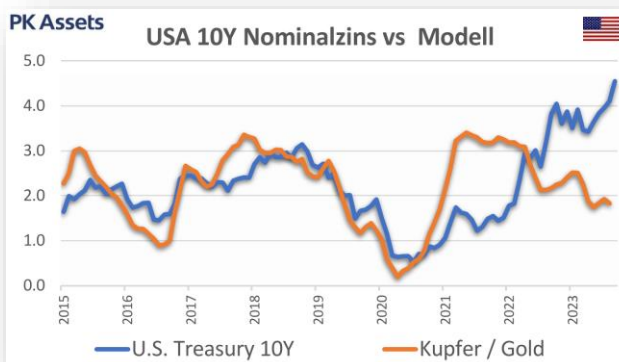
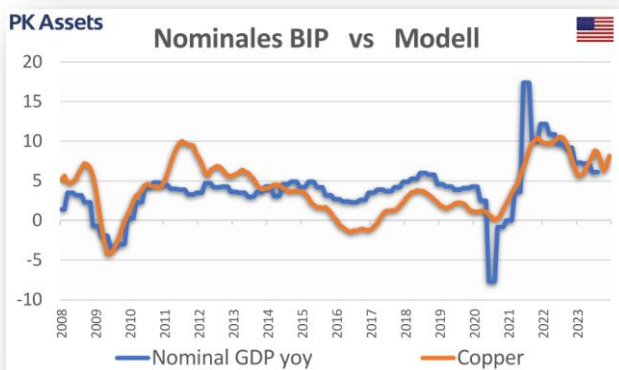
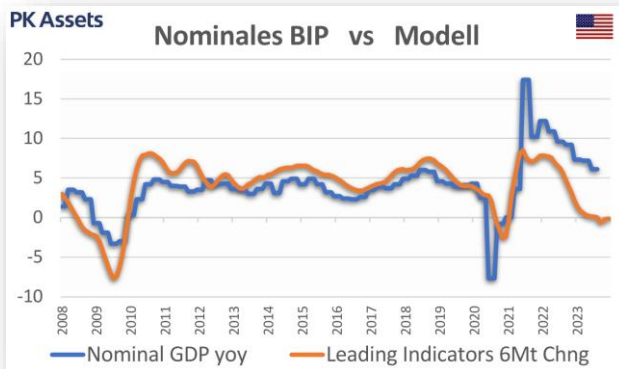
Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung
- Reaktionsfunktion des Fed
- Notenbank-Guidance
- Quantitative Tightening
- Markterwartungen ans Fed

Inflationserwartungen

**Wachstumsaussichten & BIP-Vorläufer**

Wie uneinheitlich die Vorläufer sind, zeigen die **klassischen Leading Indicators**: Rezessiv die LEI, optimistisch Dr. Copper



Ein interessanter - wenn auch fragwürdiger- Indikator ist Kupfer/Gold, welcher für deutlich tiefere Zinsen steht

# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung
- Reaktionsfunktion des Fed
- Notenbank-Guidance
- Quantitative Tightening
- Markterwartungen ans Fed

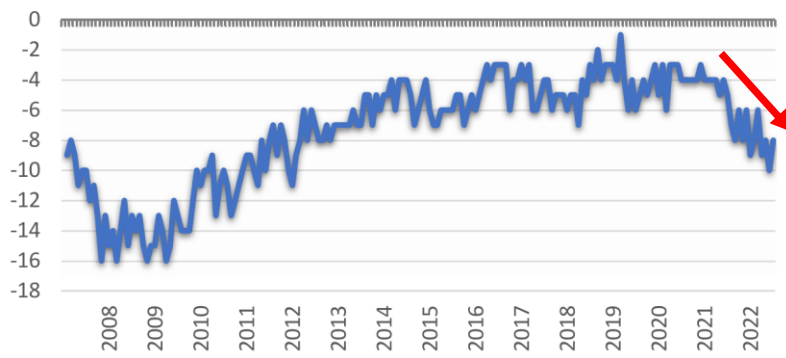
Inflationserwartungen

## Wachstumsaussichten & BIP-Vorläufer

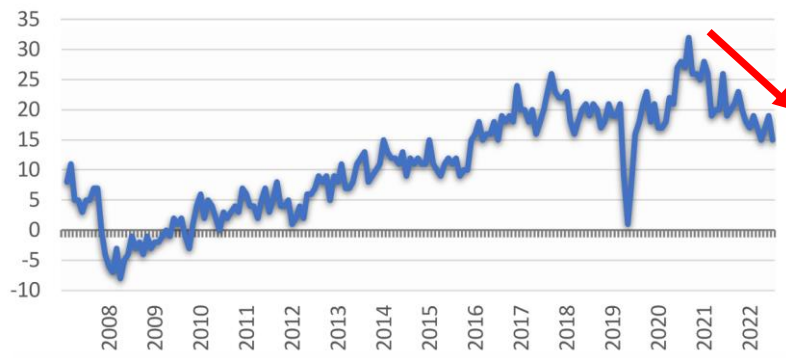
Die **KMU** sind immer die ersten, die es merken:

Bei den KMU scheint sich der Case zu entwickeln, den wir für die Gesamtwirtschaft, den Arbeitsmarkt und die Zinsen erwarten

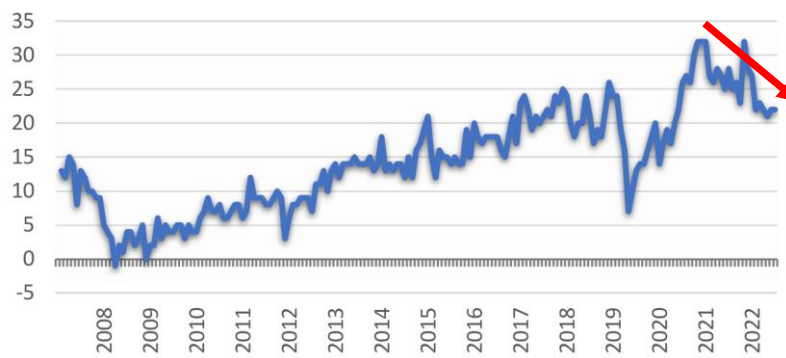
### U.S. KMU Expected Credit Conditions



### U.S. KMU Hiring Plans



### U.S. KMU Compensation Plans



# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

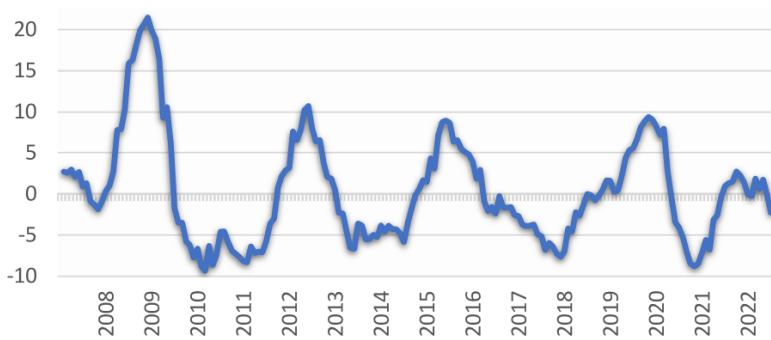
## Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung
- Reaktionsfunktion des Fed
- Notenbank-Guidance
- Quantitative Tightening
- Markterwartungen ans Fed

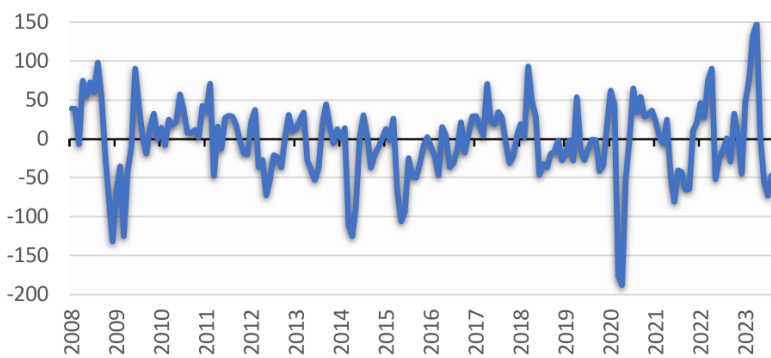
## Inflationserwartungen

## Wachstumsaussichten & BIP-Vorläufer

### China Credit Impulse

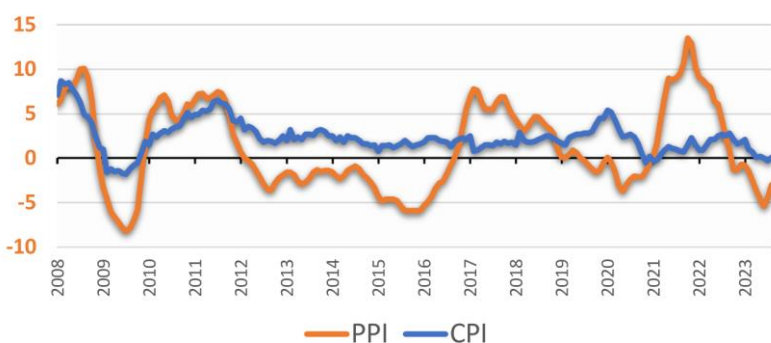


### China Economic Surprise Index



### PK Assets

### China Inflation



Aus China kommen Bad News: Das ist **doppelt bullish** für den U.S. Treasury:

Kaum Wachstumsimpulse

„Was ist mit dem globalen Wachstumsmotor los? Statt zu einer kräftigen Erholung nach dem Ende der Covid-Lockdowns anzusetzen, stottert die chinesische Wirtschaft seit einiger Zeit. Wer auf eine baldige Trendumkehr gehofft hatte, wurde mit den zuletzt veröffentlichten Konjunkturdaten **enttäuscht**. Nahezu alle makroökonomischen Zahlen für den Juli haben die **Markterwartungen verfehlt**. So sanken die Anlageinvestitionen im ersten Halbjahr im Jahresvergleich auf 3,4% – das entspricht dem niedrigsten Stand seit 31 Monaten. Das Wachstum des Detailhandelsumsatzes kühlte sich im Juli auf 2,5% ab, erwartet wurde eine Zunahme von 4%. Die Expansion der Industrieproduktion verlangsamte sich von 4,4% im Juni auf derzeit 3,7%.“

Sandro Rosa in The Market 8/2023

Keine Inflationsimpulse

„China's GDP deflator, the broadest measure of inflation, turned **negative** in the second quarter, only the third time that's happened this century.,, Bloomberg 8/2023

„Sowohl der Konsumenten- (-0,3%) als auch der Produzentenpreisindex (-4,4%) waren im Juli im Vergleich zum Vorjahr negativ, während auch die Gesamtnachfrage – Exporte, Investitionen und Konsum – einen neuerlichen Rückgang verzeichnete. Das Kreditwachstum nahm ebenso weiter ab, da der Privatsektor Schulden abbaute. Das Verdikt von Wei Yao und Michelle Lam, Ökonominen bei der französischen Grossbank Société Générale, ist düster: **«China befindet sich in einer totalen Deflation.»** Sandro Rosa in The Market 8/2023

Die bisherigen Massnahmen der Regierung – RR-Cuts, Steuererleichterungen etc sind hilfreich, aber **kein Game-Changer** in einem Umfeld von **Befürchtungen einer Bilanz-Rezession Chinas.**



# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

## Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung
- Reaktionsfunktion des Fed
- Notenbank-Guidance
- Quantitative Tightening
- Markterwartungen ans Fed

## Inflationserwartungen

## Wachstumsaussichten & BIP-Vorläufer

Das Thema schlechthin dieses Quartals: Stehen wir vor einer **Japanifizierung Chinas**? Eine dauerhaft deflationäres China wäre enorm bullish für den Treasury

Ein ausgezeichnete Artikel von Mickey Levy zeigt die relevanten Punkte: Auszüge:

*„China has evolved from an engine of global growth to a source of weakness and risk, and it has its leaders and their economic policies to blame. Sizable government-generated excesses in real estate and debt are unraveling, weighing heavily on economic performance and government finances. (..)“*

*The US and Japanese experiences with real estate bubbles suggest that China probably will need years to unwind its excesses and revive dampened economic activity, and a fundamental assessment points to dramatically slower potential growth. (..) Chinese leader Xi Jinping began clamping down on free enterprise in 2012 in favor of China’s socialist ideals and enhanced central control. He mistakenly believed that adhering to a socialist regime would maintain strong economic growth. China’s potential growth began to decelerate naturally as its labor and capital usage rose toward capacity, and productivity gains slowed, raising costs of production. (..)“*

*Two tell-tale signs suggested that the run of strong GDP growth was unsustainable. First, gross capital formation (private plus government investment) remained above 40 percent of GDP, far above that of other nations, with a high and rising share investment in residential properties (chart 1). This resource misallocation pointed to lower productivity and future problems. Second, financing the government investment relied heavily on debt, and the murky web of flows that serviced the debt spelled trouble. (..)“*

*Total Chinese government debt, including central government, local government, LGFV, policy bank, and implicit (schools, hospitals, etc.), is conservatively estimated at 142 percent of GDP (chart 2). This ratio is above those of the United States and Europe but well below Japan’s 264 percent. As in Japan, the largest portion of Chinese government debt is held by domestic creditors, particularly as foreign holders have reduced their exposure in response to mounting credit problems of China’s real estate developers. (..)“*

*The Chinese economy must now adjust to the unwinding of the government-generated excesses in real estate and debt. (..) China’s exports and imports are both falling. Exports fell in July 2023 by 14.6 percent year over year in US dollar terms (9.3 percent in yuan terms). Weak global demand for Chinese goods reflects slow growth globally, with softer US goods consumption; overall weak conditions in Europe; and efforts by advanced economies to reduce reliance on Chinese goods and supply chains. (..)“*

*The unreliability of China’s official data increases the difficulty of assessing true economic conditions. (..)“*

*Forecasting China’s GDP growth is perhaps more a game of estimating what China’s leaders and the bureau of statistics choose to publish than a forecast of realistic trends. (..)“*

*European economies have significant exposure to China, both directly and indirectly (..) The United States is better situated, with relatively less export exposure to China. (..) Moreover, the United States’ largest trading partners—Canada and Mexico—are better positioned than most nations and may benefit from an increase in production facilities as global companies reduce their supply chain exposures to China.*

*The history of excesses in real estate, debt, and asset price bubbles—Japan in the late 1980s and the United States in the early 2000s—suggests China’s unwinding will be long, and likely an economic drag for years. “*

*Mickey Levy Berenberg 9/2023*

# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

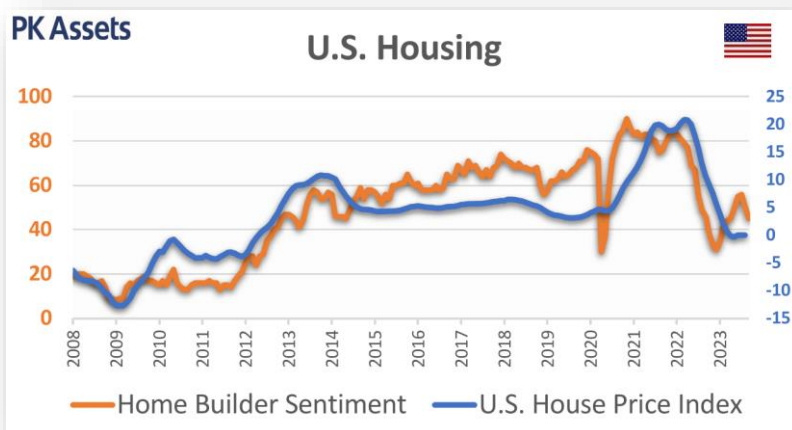
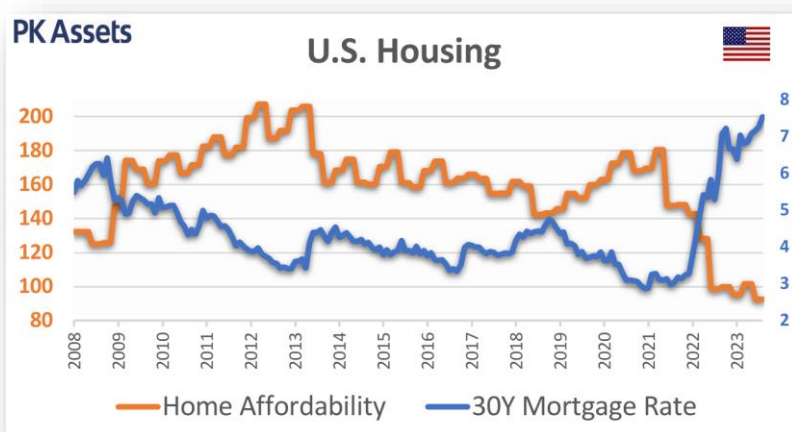
Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung
- Reaktionsfunktion des Fed
- Notenbank-Guidance
- Quantitative Tightening
- Markterwartungen ans Fed

Inflationserwartungen

Wachstumsaussichten & BIP-Vorläufer

## Make it or break it: Der Häusermarkt



Die grösste Überraschung des Jahres: Der **Häusermarkt**: Häuser bleiben das grösste Asset der Amerikaner.. Und damit des U.S. Konsumenten

7.5% Hypothekenzinsen haben die Real Estate-Hausse zum Erliegen gebracht, aber der Markt hat sich nicht als komplett zinsensitiv herausgestellt:

Die Voraussetzungen für den Häusermarkt könnten prima vista nicht schlechter aussehen: Hohe Zinsen und miese Affordability

„The NAR’s Housing Affordability Index (HAI), which measures the ability of the median income household to purchase a median priced existing home, suggests housing is at its **least affordable since 1985**, with affordability likely to deteriorate further – reflecting the **rise in mortgage rates**.“  
Berenberg 9/2023

Folge: Die Häuserpreise-Hausse wurde abrupt gestoppt, das Builder Sentiment beschädigt



# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

## Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung
- Reaktionsfunktion des Fed
- Notenbank-Guidance
- Quantitative Tightening
- Markterwartungen ans Fed

## Inflationserwartungen

## Wachstumsaussichten & BIP-Vorläufer

## Make it or break it: Der Häusermarkt

## Was aber wie ein Absturz aussieht, ist in Tat und Wahrheit ein

**Freeze:** Wer ein Haus besitzt und eine günstige Hypothek hat, verkauft nicht:

„**Existing home sales**, which fell 2.2% m/m in July, have **declined in sixteen of the last eighteen months**, and are down more than 40% from their level in January 2022. In contrast, new home sales have held up much better, falling just 12% since the start of 2022 following a 30%+ yr/yr increase in sales. Consequently, the composition of home sales has shifted away from existing homes and toward new homes. Existing home sales, which reflect contract closings and hence tend to lag broader shifts in the real estate market, are likely to continue to weaken over the next few months. (..) the **average outstanding mortgage rate is just 3.6%**, leaving current homeowners reticent to list their homes and give up their current low mortgage rate.“  
Berenberg 9/2023

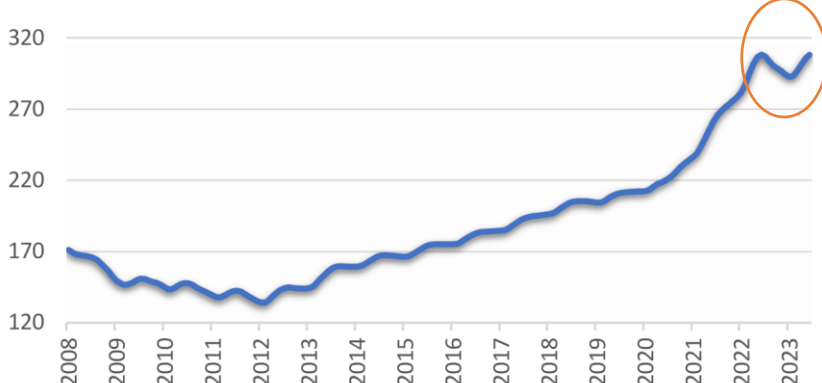
## Das Inventar an zum Verkauf stehenden Häusern stützt die Preise:

„A broad array of supply indicators point to **limited home inventory relative to demand**. The months' supply of existing homes ticked up to 3.3 months in July, substantially below the 2010-2019 July average of 6.1 months. High-frequency data from Redfin and Zillow suggests new home listings are running at levels far below pre-pandemic, while homes that do hit the market are purchased much sooner than they typically would have been pre-pandemic.“  
Berenberg 9/2023

## Und der Bau von neuen Häusern kann die Lücke nicht schliessen

„one of the characteristics over the past six months of this year has been the fact that new home sales have made up a larger percentage of total transaction volumes since 2006 versus existing. However, that just means they've climbed back to about 20% of transaction volumes. So existing listings are still, call it 80% of those monthly transactions even if those listings are kind of running at 40-year lows.“  
Jim Egan, Morgan Stanley 7/2023

House Price Index



Somit: Was aussieht wie ein Absturz ist in der Tat nur ein Freeze, und die Häuserpreise haben möglicherweise sogar schon **wieder gedreht**

Wer glaubt, dass der Häusermarkt vermittels negatives Equity für die Homeowner/Konsumenten eine Rezession bringt, **könnte sich täuschen**

# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung
- Reaktionsfunktion des Fed
- Notenbank-Guidance
- Quantitative Tightening
- Markterwartungen ans Fed

Inflationserwartungen

Wachstumsaussichten & BIP-Vorläufer

Make it or break it: Der Häusermarkt

**Dauerhaft höhere Inflation?**

„This Time Different“

Stimmt die Vermutung von vielen nachahmenden Markt-Beobachtern, dass die **Ära tiefer Inflation vorbei** ist?

Stehen wir vor einer **Ära dauerhaft höherer Inflation?**

Falls ja, wären die aktuell hohen Zinsen dann wirklich attraktiv?

Michael Hartnett von BoA summiert die wichtigsten Punkte dieser Argumentation:

*„OVID + war accelerated shift from monetary to **fiscal excess**, from capital to **labor**, from globalization to **isolationism**, from peace to **war**, plus net zero **climate goal**... all mean 2020s era of higher inflation & rates & boom-bust market & macro cycles (China & AI the current potential deflationary offsets), and these trends continue to help explain the cyclical inability of economies & inflation to respond to one of the harshest monetary tightenings in history; they help explain why '23 is another year of higher-for-longer growth, inflation & rates “*

*Michael Hartnett 9/2023*

Als Schluss daraus wird gezogen, dass die Notenbankpolitik hoher Zinsen stumpf ist und mehr schadet als nützt:

*„Mit den höheren Zinsen wollen die Notenbanken die Inflation bekämpfen, doch das kann nicht gelingen, weil die Inflation durch Angebotsverknappung bedingt ist. Da können die Notenbanken die Konsum- und die Investitionslust noch so lange bremsen, die Inflation geht nicht weg, weil der Arbeitskräftemangel und der hohe Investitionsbedarf nicht verschwinden. Zudem verstärkt die Demografie den Fachkräftemangel, weil viele erfahrene Berufsleute in Rente gehen. Ebenfalls inflationär ist die Neuausrichtung der Lieferketten. Unternehmen investieren und produzieren vermehrt im Westen, und das kostet Geld. Eine Inflationsrate um die 4% ist daher die neue Normalität.“*

*Hendrik Leber in The Market 8/2023*

Die Ängste dauerhaft höherer Inflation stützen die Zinsen

# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

## Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung
- Reaktionsfunktion des Fed
- Notenbank-Guidance
- Quantitative Tightening
- Markterwartungen ans Fed

## Inflationserwartungen

## Wachstumsaussichten & BIP-Vorläufer

## Make it or break it: Der Häusermarkt

## Dauerhaft höhere Inflation?

## Rückkehr der Schuldendiskussion?

Fakt ist: Die Schulden explodieren, auch wenn die Schuldenrate durch die hohe Inflation die Brisanz maskiert:

*„In our fully elastic credit system, money can be created and destroyed fast and slow: an immediate source of fresh money printing is fiscal deficits - the government blows a hole in its balance sheet and transfer new fresh resources (lower taxes, cheques sent at home etc) to the private sector. Fiscal deficits are fresh and immediate new money at disposal of households and corporates. **Since October 2022, US fiscal deficit spending has gone bananas for this point of the cycle.** The Chips Act to support the construction of chip manufacturing plants in the US, the Inflation Reduction Act, a pipeline of infrastructure spending, a boost to Social Security payments, delays in kicking off student loans repayments and more. (...) In “normal” times, the US prints about \$40-50 bn of fiscal deficits per month. At the peak of the 2008-2009 crisis, the US did about \$100-120 bn of monthly fiscal deficits. Well, **in 2023 the US has been a running a looser fiscal stance than during the GFC!**“*

Alfonso Peccatiello 8/2023

## Mit der Rückkehr des Zinses werden die Kosten der Schuldenexzesse sichtbar

*„Die Ökonomen des lockeren Geldes sind mittlerweile verstummt. Mit der Inflation ist der Zins zurückgekommen. Vom schuldenfinanzierten Schlaraffenland redet keiner mehr. Einzig der Ausgabenhunger der Staaten ist geblieben. Neben der regenerativen Transformation der gesamten Wirtschaft, der teuren Digitalisierung, Begehrlichkeiten in Bezug auf neue Sozialleistungen der alternden Gesellschaft (Rente, Gesundheit) fordert die «Zeitenwende» weltweit ihren Milliardenbeitrag für Rüstung, Sicherheit und grössere wirtschaftspolitische Unabhängigkeit. (...) Die weltweiten öffentlichen Schulden erreichten 2022 eine Summe von 92 Billionen Dollar. Dies geht aus «A World of Debt» der Uno vom Juli hervor. Danach **hat sich die Verschuldung der Staaten seit 2000 verfünffacht, während sich das globale BIP im gleichen Zeitraum lediglich verdreifachte.** Besonders dramatisch ist die Staatsverschuldung in den USA. Sie liegt zurzeit bei rund 31,5 Billionen Dollar – das entspricht einer Schuldenquote im Vergleich zum Bruttoinlandprodukt von etwa 120 Prozent. Damit rangieren die Vereinigten Staaten in den Top 20 der am höchsten verschuldeten Länder.*

*Zur Finanzierung ihrer Verbindlichkeiten **müssen die USA dieses Jahr geschätzte 396 Milliarden Dollar oder knapp 7 Prozent ihrer gesamten Staatsausgaben aufbringen** und damit mehr als für allgemeine Schulbildung, Katastrophenhilfe, Landwirtschaft, Wissenschaftsförderung, Raumfahrtprogramme, Entwicklungshilfe und Umweltschutz zusammen. Noch bis in die achtziger Jahre lag die Verschuldungsquote der USA bei lediglich 30 Prozent.“*

Rainer Hank in NZZ 9/2023

## Die Rückstufung von Fitch wurde mit einem Achselzucken zur Kenntnis genommen

*„Im zweiten Quartal erreichte das US-Budgetdefizit relativ zum Bruttoinlandprodukt sage und schreibe 8,5% – und das bei einem Realwachstum von rund 2% und einer rekordniedrigen Arbeitslosigkeit. Zum Vergleich: Im Höhepunkt der Finanzkrise lag das Defizit mit 9,9% nicht viel höher. Vor diesem Hintergrund überrascht die jüngste Herabstufung der Kreditwürdigkeit der Vereinigten Staaten durch Fitch nicht allzu sehr.“*

Sandro Rosa in The Market 9/2023

Die **Verschuldung** spielt im Pricing der Bonds keine Rolle, aber das Thema wird wieder diskutiert

# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

## Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung
- Reaktionsfunktion des Fed
- Notenbank-Guidance
- Quantitative Tightening
- Markterwartungen ans Fed

## Inflationserwartungen

## Wachstumsaussichten & BIP-Vorläufer

## Make it or break it: Der Häusermarkt

## Dauerhaft höhere Inflation?

## Rückkehr der Schuldendiskussion?

## Verleider bei den Käufern?

Ein interessantes Thema ist die Frage, ob die Japaner sich vom Treasury-Markt abwenden:

„Japanese investors are amongst the biggest capital exporters in the world, and they have become gigantic buyers of US Treasuries. (..) **Japanese investors alone own over \$1 trillion of US Treasuries** (..). Now that domestic yields in Japan might be on the rise, **will they stop investing in foreign bonds?** Here is the thing: **they have already done that**. The Japanese support for global bond markets has been fading for quarters on end now. (..) You see: when Japanese investors buy foreign bonds they must swap existing JPY for USD or EUR. This means they would run FX risk too which often they don't want – from my personal experience speaking to Japanese investors in my previous job, they hedge the FX risk between 3 and 12 months which is considered a large enough period of time to assess the risk/return of their bond investment after hedging FX risk. (..) For Japanese investors, today US Treasuries are extremely expensive to own because **FX hedging costs are super high** while curves are inverted and hence the yield benefit in investing in foreign 10-year bonds is dramatically reduced. US Treasuries are the **most expensive in decades for Japanese investors**. They have been so for quarters now. “

Alfonso Peccatiello 9/2023

## Nicht nur Japan, auch China reduziert

„Trotz markant gestiegener Renditen **reduziert China seinen Bestand an Treasury-Papieren**. Da der Finanzierungsbedarf Washingtons hoch bleibt, könnten die US-Kapitalmarktzinsen weiter nach oben klettern. (..) Im Höhepunkt, Ende 2013, belief sich der Stand an US-Staatspapieren im Besitz der Volksrepublik auf 1,3 Bio. \$. Eine Dekade später sind es lediglich noch 835 Mrd. \$, mehr als ein Drittel weniger. Auch wenn der Zustand der US-Staatsfinanzen nicht der einzige Grund für den Abbau sein dürfte, ist die Entwicklung für die USA ungemütlich, ist China doch der **zweitgrößte ausländische Käufer von Treasuries**. Übertroffen wird es einzig von **Japan**, dessen Treasury-Bestände allerdings auch 15% unter dem Höchst liegen. Wie die «Financial Times» kürzlich berichtete, gehört auch **Saudi-Arabien** zu den Verkäufern: Das Land hat seine US-Staatsanleihen im Juni auf den niedrigsten Stand seit mehr als sechs Jahren reduziert.“

Sandro Rosa in The Market 9/2023

## Diese Frage ist nicht trivial, denn es kommt viel Supply auf den Markt

„30% of the existing outstanding Treasuries, that's \$33 trillion, so \$10 trillion have to be rolled over in the next 12 months, including the \$2 trillion that's new. So that's **\$12 trillion worth of Treasuries that have to be financed over the next 12 months. And who's going to buy them at these levels?** “

Bill Gross in Odd Lots 9/2023

## Handkehrum: Was sind die Alternativen zu Treasuries?

„**What's the alternative anyway? JGBs with no free float? Europe with a smaller AAA-AA bond market? BRICS with no liquid bond market and democracy/rule of law issues?** “

Alfonso Peccatiello 8/2023

Ebenfalls ein grosses Thema:  
Kommt es zu einem **Käufer-Streik?**

# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung
- Reaktionsfunktion des Fed
- Notenbank-Guidance
- Quantitative Tightening
- Markterwartungen ans Fed

Inflationserwartungen

Wachstumsaussichten & BIP-Vorläufer

Make it or break it: Der Häusermarkt

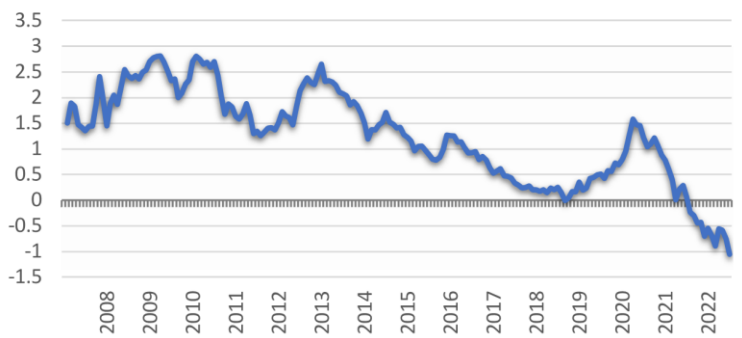
Dauerhaft höhere Inflation?

Rückkehr der Schuldendiskussion?

Verleider bei den Käufern?

## Die Zinskurve

U.S. 2/10 Zinskurve



Ein **Widow Maker**: Die **Zinskurve** zeigt den Bullen die Grenzen auf

Wer auf eine fallende UST-Rendite wettet und sich refinanzieren muss, hat eine harte Zeit.

Und in der Tat macht die Kurve den 10Y hässlich.

*„If the economy properly rolls over, recession becomes a base case in the relatively near future, and inflation dynamics are dovish enough that the Fed can execute a swift handbrake turn on policy, then the curve can steepen in a hurry, outpacing the forwards. Unless that happens, however, those holding steepeners, or even naked longs in short-dated coupon bonds, have to confront the fact that **Dr. Market sends a hefty bill every month**. That’s a stiff headwind to overcome, and all of this is a basic knowledge for bond operators. It has to be, because there is **nothing that fixed-income punters loathe quite so much as negative carry.**“*

*Cameron Crise 8/2023*

Aber: Als CHF-basierter Investor, der nicht an höhere Zinsen glaubt, muss sich lange Duration anbinden, sonst frisst der potentielle Währungsverlust den Kapitalgewinn auf

# Der Leitmarkt: US 10Y Treasury

## Die Rolle der Notenbank:

- Leitzinsverankerung
- Reaktionsfunktion des Fed
- Notenbank-Guidance
- Quantitative Tightening
- Markterwartungen ans Fed

## Inflationserwartungen

## Wachstumsaussichten & BIP-Vorläufer

## Make it or break it: Der Häusermarkt

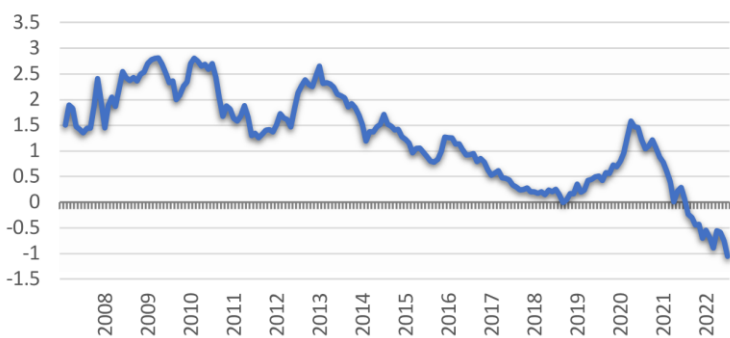
## Dauerhaft höhere Inflation?

## Rückkehr der Schuldendiskussion?

## Verleider bei den Käufern?

## Die Zinskurve

U.S. 2/10 Zinskurve



Ein Schweizer, der in UST investiert, muss entweder ganz kurze Duration fahren, oder ganz lange:

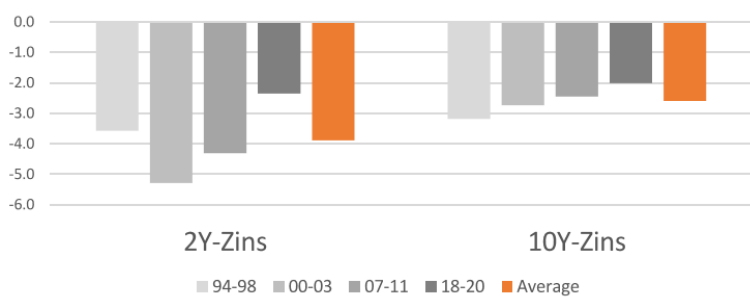
Ganz kurze Duration, wenn er an höhere Zinsen und einen höheren Dollar glaubt – dann überkompensiert der Währungsgewinn und der Coupon den Kapitalverlust

Ganz lange Duration, wenn er an tiefere Zinsen und einen tieferen Dollar glaubt, dann überkompensiert der Währungsverlust nicht den Coupon und den Kapitalgewinn

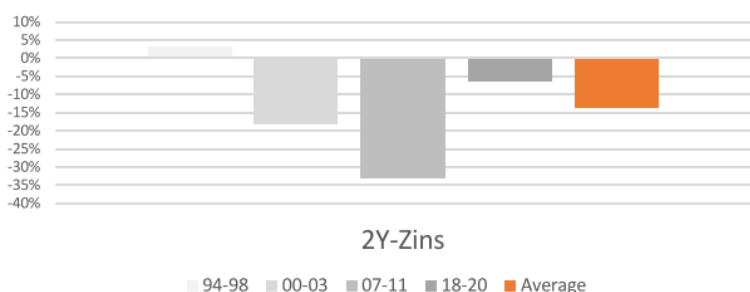
## Letzte 4 Bull-Steepener-Episoden:

Massive Kapitalgewinne bei langen Zinsen...

Die letzten 4 Bull-Steepener-Episoden: Zinsen USA

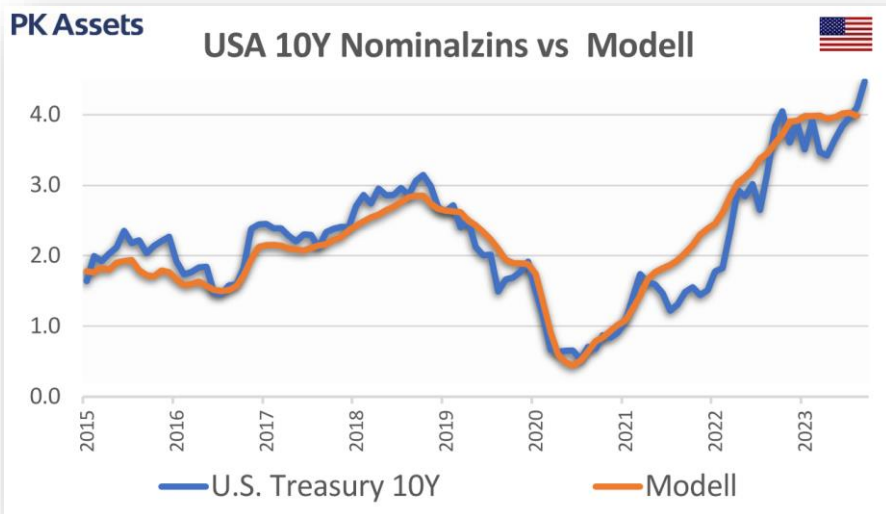


Die letzten 4 Bull-Steepener-Episoden: USD/CHF



...deutliche Währungsverluste bei jeglichem UST-Exposure





Wir sind **bullish** auf den 10Y Treasury

Mit einem Jahr Horizont glauben wir, dass der **Kauf eines 10Y UST** für einen CHF-basierten Investoren **Geld bringt** (Breakeven-YTM 5.25%). Vielleicht ist er sogar ein **steal**. Warum?

Die Treasury-Rendite ist so hoch wie seit der Grossen Finanzkrise nicht mehr. Gleichzeitig glauben wir, dass die **Teuerung weiter zurückgeht und der Arbeitsmarkt normalisiert; dies ist das Kernargument unserer These**. Wir können erklären, warum die Realwirtschaft sich so resilient gezeigt hat, wir glauben allerdings, dass sich die **hohen Realzinsen durchsetzen** werden. Die KMUs sind die ersten, die es bereits merken, hier bildet sich bereits unser Szenario aus. Wir glauben allerdings **nicht an eine starke Rezession**, grosse Teile der Wirtschaft sind von den hohen Realzinsen abgeschirmt, speziell der wichtige Häusermarkt und die grossen Unternehmen. Zudem dürfte der Arbeitsmarkt nur **langsam** normalisieren, zu gross ist die Absorptionsfähigkeit der Wirtschaft (noch). Für die grossen Firmen sind die Finanzierungsbedingungen denn auch erstaunlich gut, angesichts katastrophaler SLOOS. Und grosse Teile unserer Modell-Inputs **halten den 10Y UST aktuell oben**: Die Leitzinsen, der DotPlot, das QT, die Fed-Futures, das Öl und die Angst vor dauerhaft höherer Inflation. Wir glauben allerdings, dass das **Sentiment** fragil ist: Überrascht der Arbeitsmarkt nach unten, könnte **schnell** ein **Umdenken** im Markt einsetzen. Die **Inflationserwartungen** steigen nicht, ein klares Zeichen für uns. Die Wachstumsaussichten sind gemischt, die Fiskalpolitik konterkariert die Geldpolitik, der Konsument dürfte bald die Stimulus-Schecks ausgegeben haben.

Ist der 10Y attraktiv?

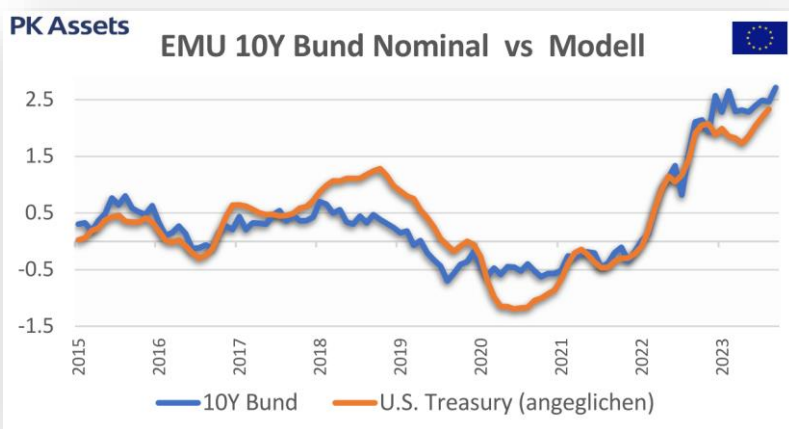
- Aus Carry-Sicht (gegenüber der kurzen Zinskurve) nicht!
- Aus der Sicht potentieller Kapitalgewinne: Ja!





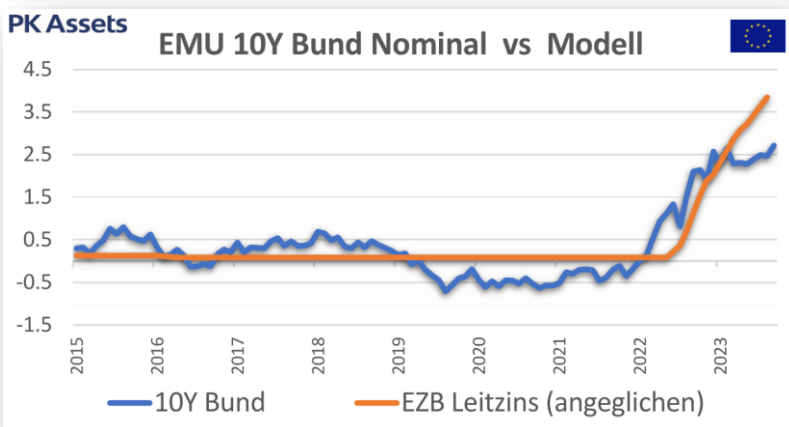
# DE 10Y Bund

## Verankerung



Die EZB muss die Inflation besiegen, ohne Rücksicht auf Verluste

Europa kann sich dem globalen Zins-Bärenmarkt nicht entziehen



Die Reaktion der EZB auf die untragbar hohe Inflation hat den ganzen Zinsmarkt aus dem Schlaf gerissen

Die Ausgangslage für die EZB ist nicht eben positiv

„Die Zeit, in der Europa das Beste aus beiden Welten haben konnte, Sicherheit aus den USA und Exportgewinne aus China sowie zusätzlich noch billige Energie aus Russland, ist nun vorbei.“

Heinz Werner Rapp 8/2023

# DE 10Y Bund

Verankerung

Wirtschaftswachstum

Das **Wirtschaftswachstum** in der Eurozone lahmt, speziell in Deutschland, weniger in der Peripherie, das wäre eigentlich **bullish** für den Bund

Die Luft ist draussen

„The Eurozone is struggling in response to a downturn in global manufacturing and tighter monetary policies at home and abroad. We expect real GDP to stagnate in Q3 followed by a modest contraction (-0.2% qoq) in Q4. If the inventory correction in manufacturing has run its course by the end of 2023, as we project, the economy can start to recover slowly starting early next year.”

Berenberg 9/2023

Die höherern Zinsen wirken

„Tighter monetary policy is transmitting itself through to the real economy, with activity data turning faster than the ECB had anticipated and momentum in the services sector appearing to turn sharply, and is now catching down to the weakness seen in manufacturing.”

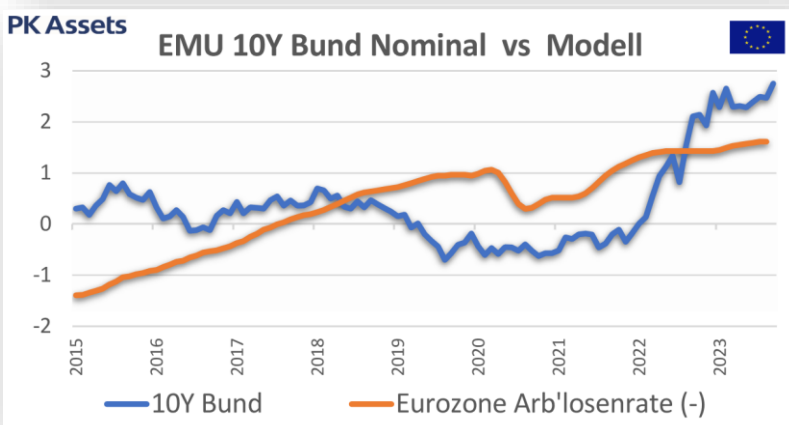
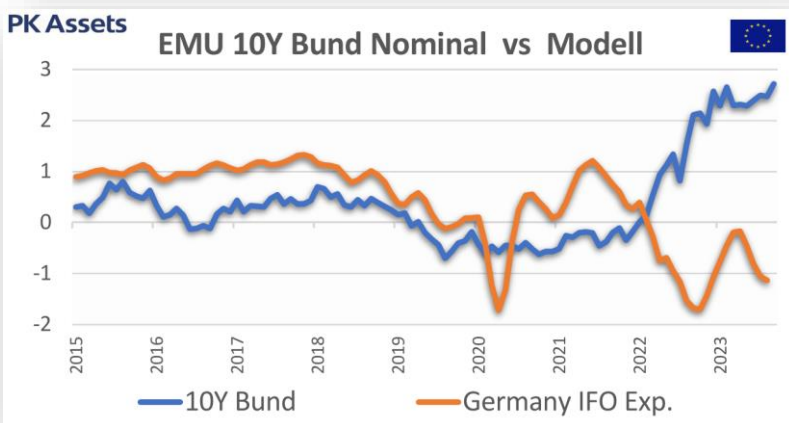
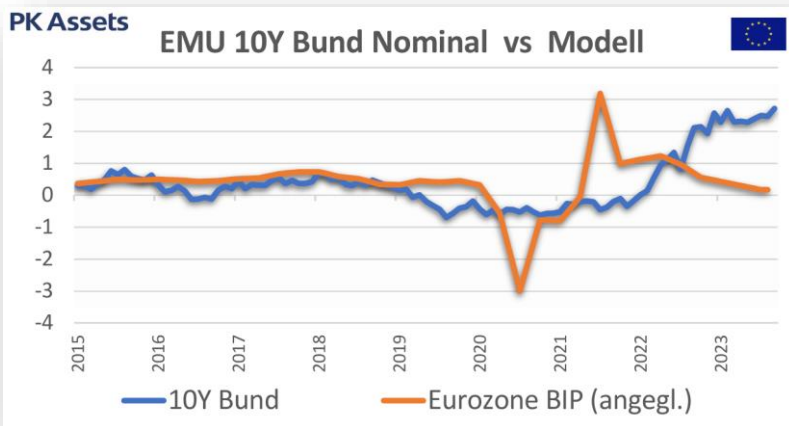
BNP Paribas 9/2023

Die Sorgen speziell um Deutschland nehmen zu

„Within the Eurozone, the fortunes of individual members diverge wildly. Germany had weathered the pandemic better than most other advanced economies. However, the global manufacturing downturn is now hitting Germany hard due to its traditional focus on the production and export of highly cyclical goods such as cars and machine tools. In addition, some energy-intensive lines of production, for example in Germany's comparably sizeable chemicals sector, seem to have been closed for good.”

Berenberg 9/2023

Aber auch in Europa ist es eine eigenartige Gemengelage. Der Arbeitsmarkt ist ausgetrocknet.



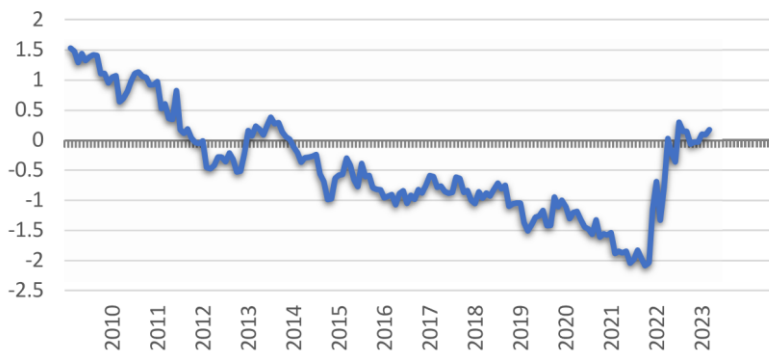
# DE 10Y Bund

Verankerung

Wirtschaftswachstum

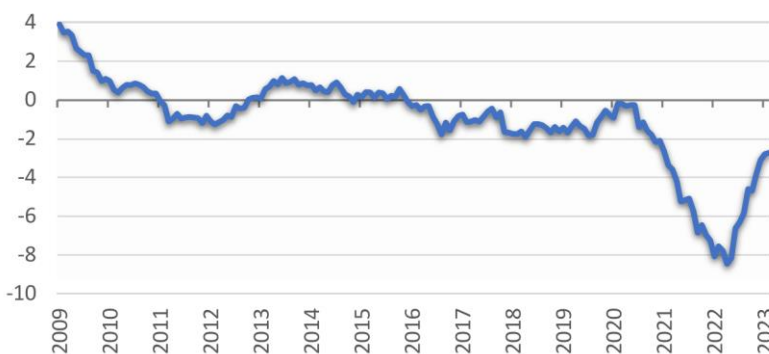
Es ist kein gutes Zeichen, dass das Eurozone BIP-Wachstum von eigentlich nicht besonders hohen Realzinsen abgewürgt wird

DE Realzins 10Y (Infl. Linked)



Ja, basierend auf dem Linker-Markt sind die Realzinsen deutlich höher als in der Vergangenheit – und nun positiv...

DE Realzins 10Y (CPI)



...aber basierend auf der realisierten Inflation sollte das Zinsgerüst in der EU immer noch stimulierend wirken

**Kann die Eurozone nur mit Negativ-Zinsen prosperieren?**

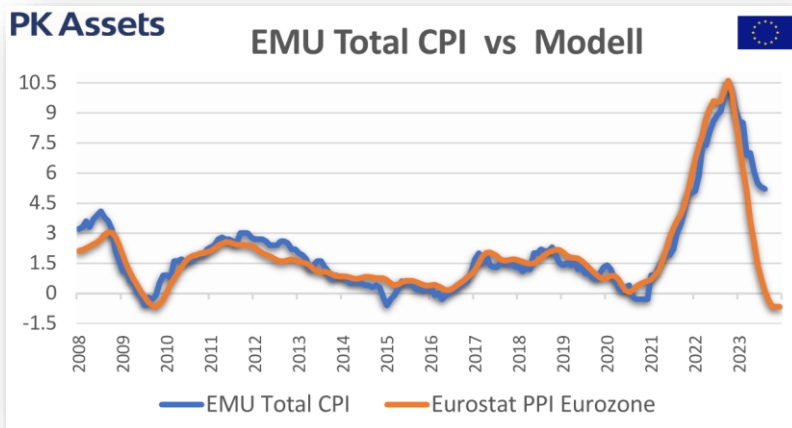
# DE 10Y Bund

Verankerung

Wirtschaftswachstum

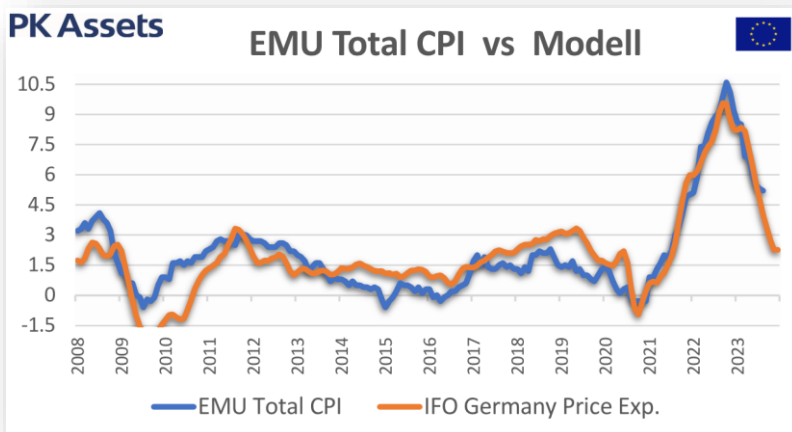
Teuerung

Das schwache  
Wirtschaftswachstum sorgt  
denn auch für weniger  
**Teuerungsdruck**

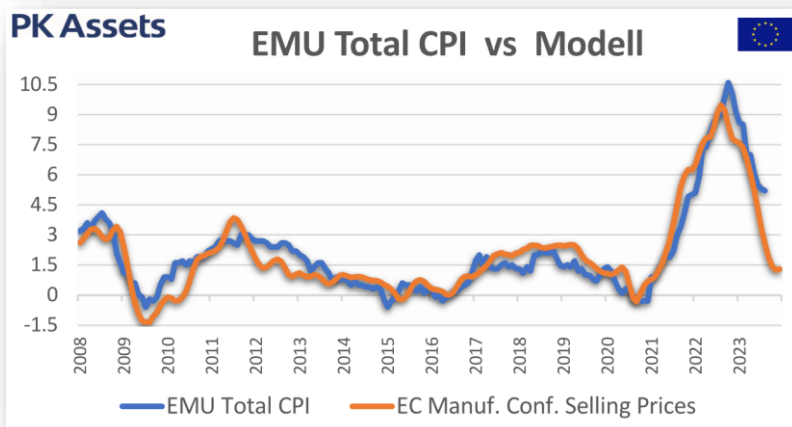


Diverse Vorläufer – leider nur relativ kurze- deuten darauf hin, dass das Eurozone-CPI weiter zurück kommen dürfte.

Speziell die schwierige Lage bei der Industrie sorgt für fallende Preiserwartungen.



*Definitiv nichts mit dem europäischen Wachstum hat die Hausse in den Ölpreisen zu tun, welche von der EZB nicht nachhaltig manipuliert werden können.*

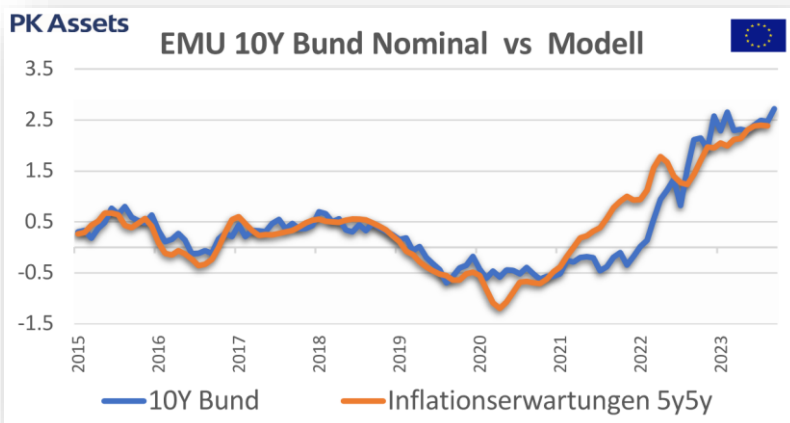
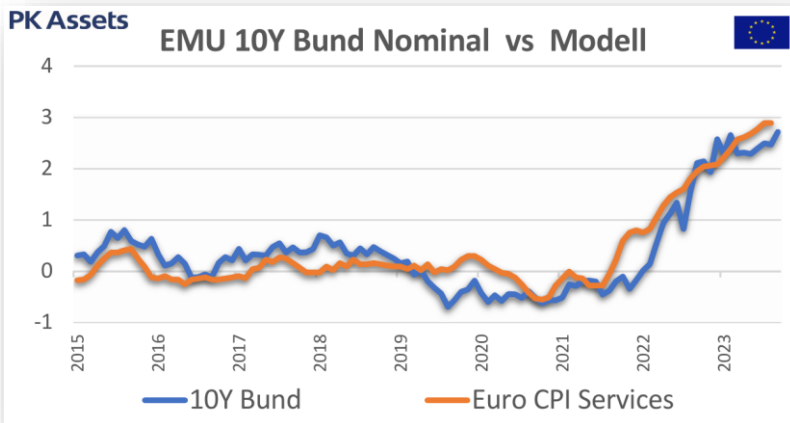
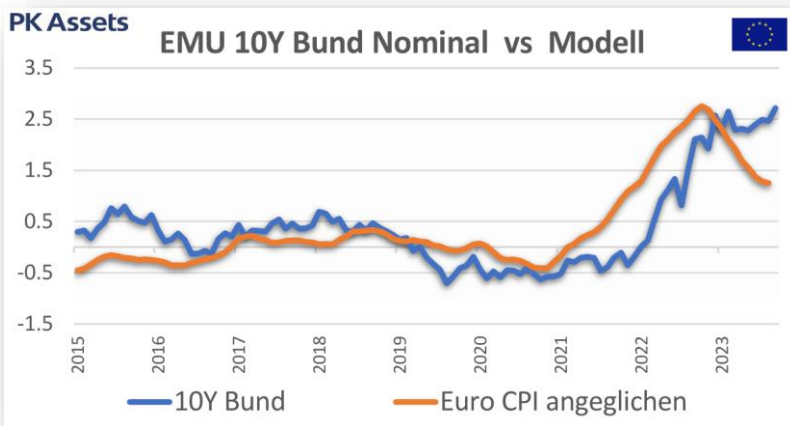


# DE 10Y Bund

Verankerung

Wirtschaftswachstum

Teuerung



Zwar fällt die **Teuerung**, aber nicht überzeugend genug für die EZB: Das CPI ist immer noch zu hoch und in den Dienstleistungen noch nicht bezwungen

Die fehlende Wachstumsmomentum ist nicht das einzige Problem der Eurozone

*„Weakness in activity does not necessarily imply weaker inflation to the extent that Europe is suffering from a **supply and demand shock**“*  
BNP Paribas 9/2023

Sorgen machen die hohen Dienstleistungspreise, obwohl hier Hoffnung auf Besserung bestehen

*„we take signal from the slowdown in services inflation, which is a good barometer of domestic inflationary pressures and was down 10bp to 5.5% y/y. This coincides with activity data showing a sharp turn for the worse in services (for more detail, see Eurozone and UK PMIs: Services catching down, dated 23 August). We think we could be at an inflection point and services inflation in the eurozone may have peaked in July. Going forward, we think services inflation will continue to ease gradually, reflecting a balancing act between fragile demand and a still tight - but cooling - labour market.“*  
BNP Paribas 9/2023

Anders als in den USA steigen die Inflationserwartungen –kein Wunder angesichts des nahenden Winters – und hier muss die Notenbank aufpassen

# DE 10Y Bund

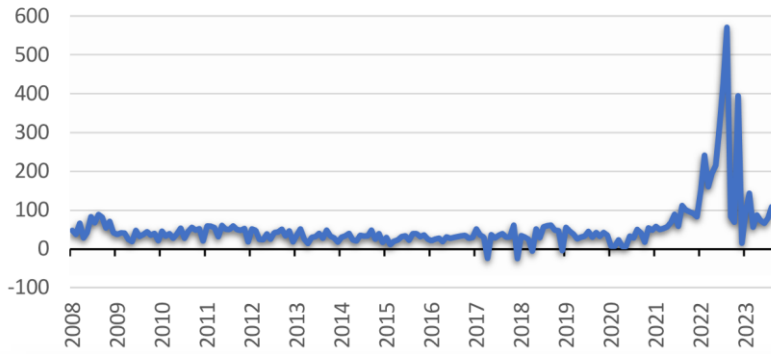
Verankerung

Wirtschaftswachstum

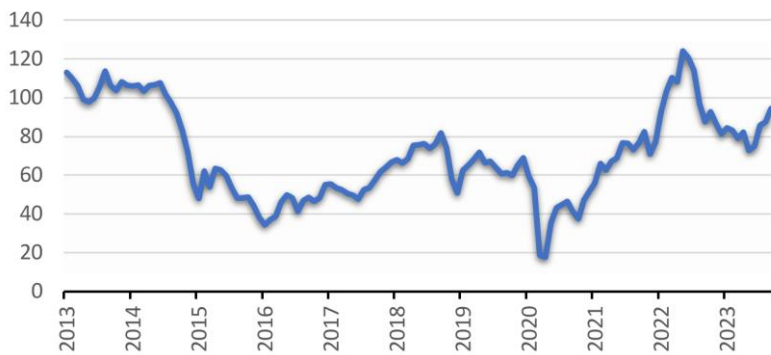
Teuerung

## Energie

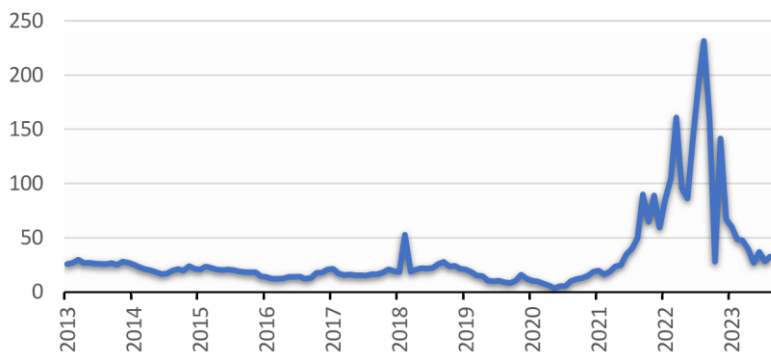
### Strom: Spot Germany Baseload



### Öl: Brent Crude

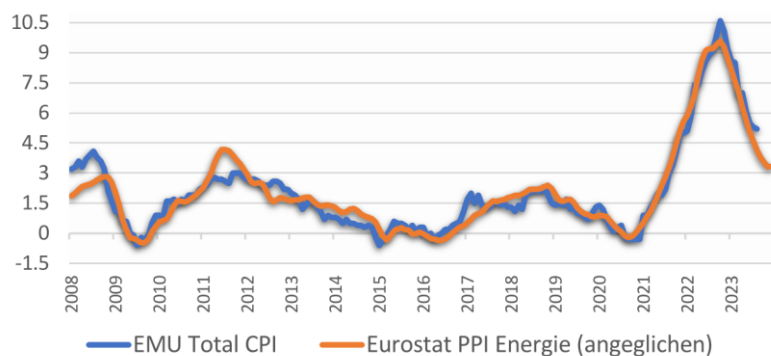


### Gas: EEX Natural Gas



## PK Assets

### EMU Total CPI vs Modell



Die grössten Wild Cards sind in Europa die Energiepreise, speziell Gas und Strom

Strom ist das grösste Energieproblem der Eurozone, die Preise sind nach wie vor massiv höher als vor der Pandemie und der Preisgraph zeigt nicht mehr nach unten

Auch das Öl zeigt wieder nach oben

Aber immerhin, das Gas scheint nicht das Problem zu sein in diesen Winter

*“risks for winter 2023/24 recede further: The EU remains well on track to sufficiently fill its **gas storage** facilities ahead of next winter to make it through the 2023/24 heating season without risks of shortages and government-imposed rationing. (...) It remains likely that the EU will also manage to make it through the winter 2024/25 without gas shortages. Compared to our previous report, the risks have even receded slightly further. Our scenarios indicate a danger of shortages in the 2024/25 winter only if at least two out of three risks (ie closure of all Russian pipelines, colder weather in at least one of the next two winters or less gas savings) materialise. At the same time, EU gas usage will likely continue to decline in response to still-high prices and an accelerated transition to non-fossil fuels. (...) The average consumer will likely have to pay less for gas in the 2023/24 heating season than last winter.”*

Berenberg 8/2023

Läuft etwas schief dann dürfte das Energie – PPI schnell wieder nach oben drehen



# DE 10Y Bund

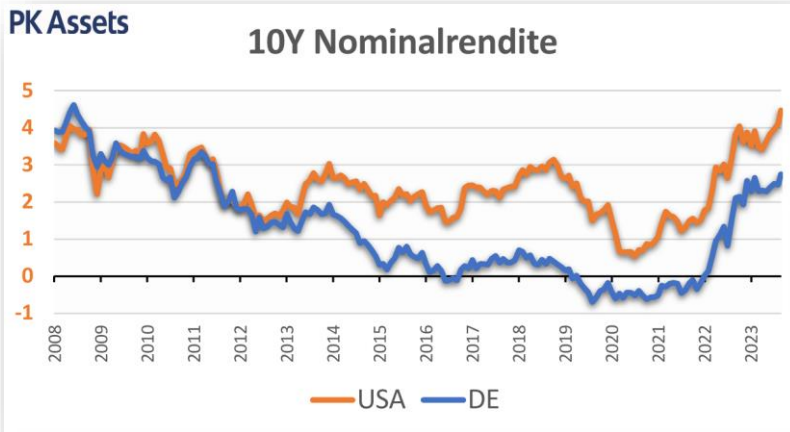
Verankerung

Wirtschaftswachstum

Teuerung

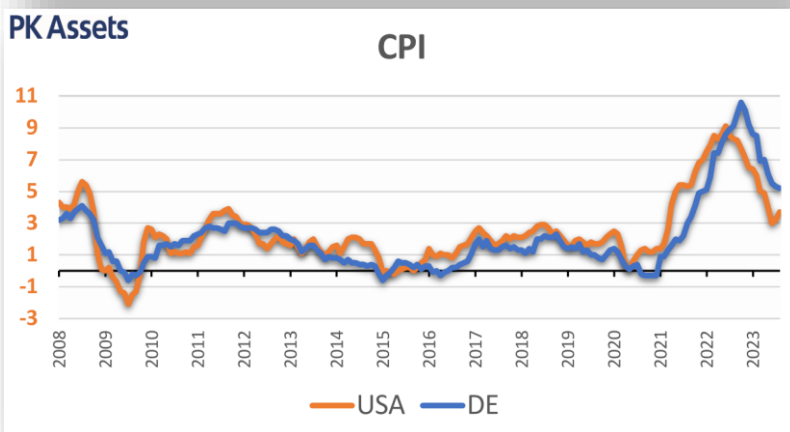
Energie

## Vergleich zum UST

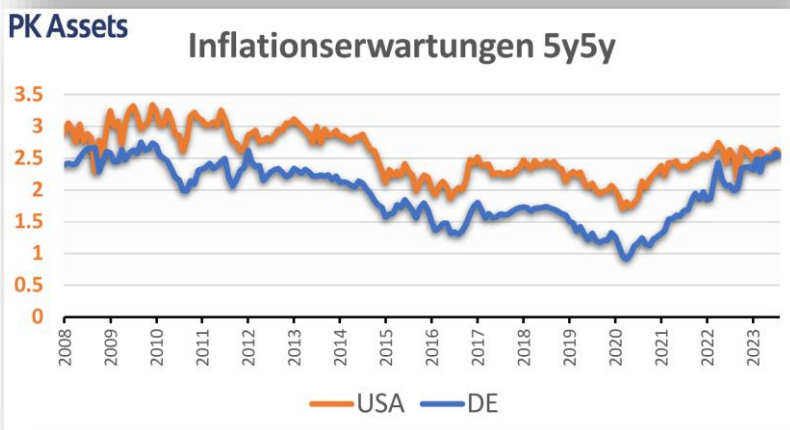


*Der Bund sieht gegenüber dem UST nicht gerade strahlend schön aus:*

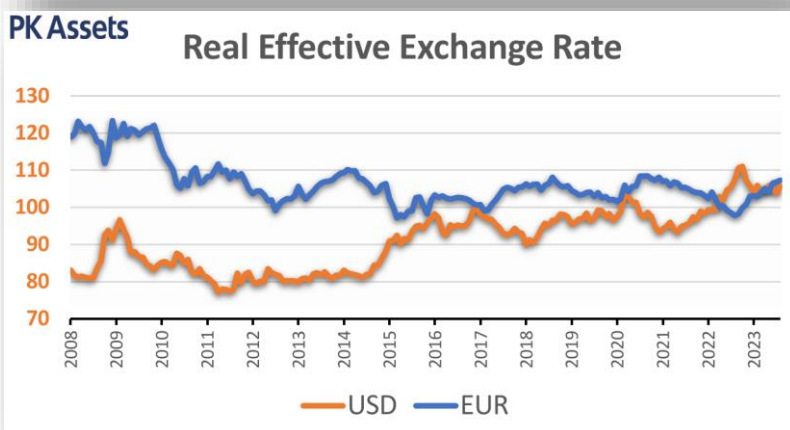
Massiv tiefere Rendite...



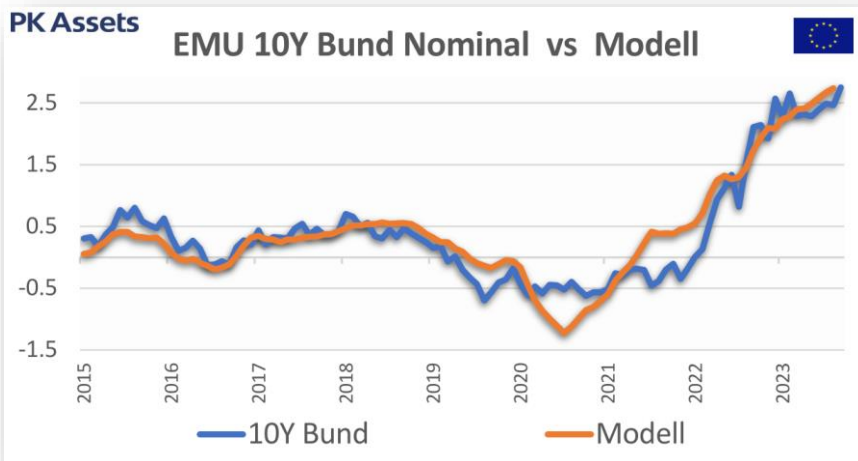
*...höheres CPI...*



*...Konvergenz in den Inflationserwartungen zu ungunsten Europas...*



*...immerhin: Günstigere REER-Bewertung des Euro vgl. mit dem USD*



*Wir sind noch **nicht komplett** vom 10Y Bund **überzeugt**: Einem UST-Rally könnte sich auch der Bund nicht entziehen, aber: Absolut wurde der Bund weniger gerupft als der UST, das bedeutet aber auch weniger Potential fürs 2024*

Der 10Y gefällt uns nicht: Hohes Währungsrisiko und wenig Upside, ausser der UST-Zins tankt:

Weder absolut noch relativ zum Treasury sieht der Bund 10Y besonders attraktiv aus:

Ja, die 10Y **Bund-Rendite ist so hoch wie seit 12 Jahren nicht mehr**, und ja, die Wirtschaft läuft nicht, und die Inflation kommt zurück. Trotzdem sind wir nicht sicher, ob die Realzinsen hoch genug sind, um die Inflation schnell und definitiv zu besiegen. Immerhin: Die Realrendite aus den 10Y-Linkern ist seit 2022 um 250 Basispunkte gestiegen, das ist viel, aber damit ist sie nur knapp positiv. Vergleicht man den Zins mit der realisierten Inflation, dann sieht das Bild noch fragwürdiger aus, mit einer realisierten Realrendite tief im roten Bereich. So sind die Realrenditen für den Investoren besser als in den vergangenen Jahren, aber nicht übermässig attraktiv. Zudem: Die Markterwartungen sehen noch einen weiteren Schritt der EZB voraus und nur ein minimales Abwärtspotential im 2024, sind potentiell höhere Kapitalgewinne anderswo realistisch? Aus der Sicht der CHF-Investoren ergibt sich somit im **Vergleich zu den USA** folgendes Bild

1. Viel weniger Nominalrendite
2. Deutlich höhere Inflation
3. Höhere Inflationserwartungen
4. Und damit ein höheres Abwertungspotential gegen den CHF
5. Immerhin: Gemäss REER eine bessere Bewertungsausgangslage im EUR





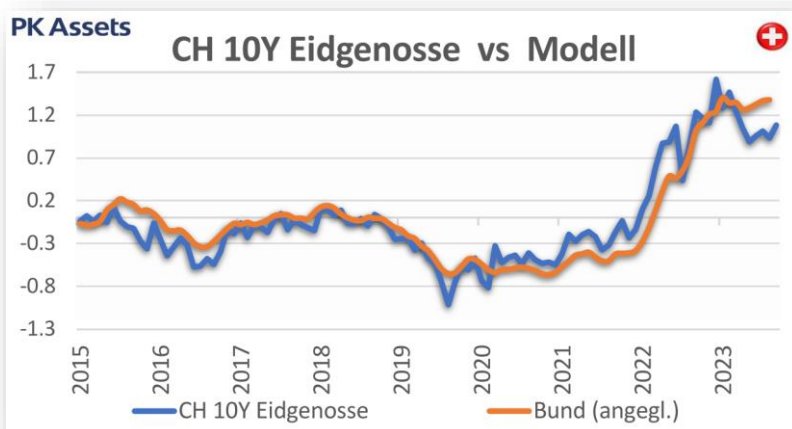
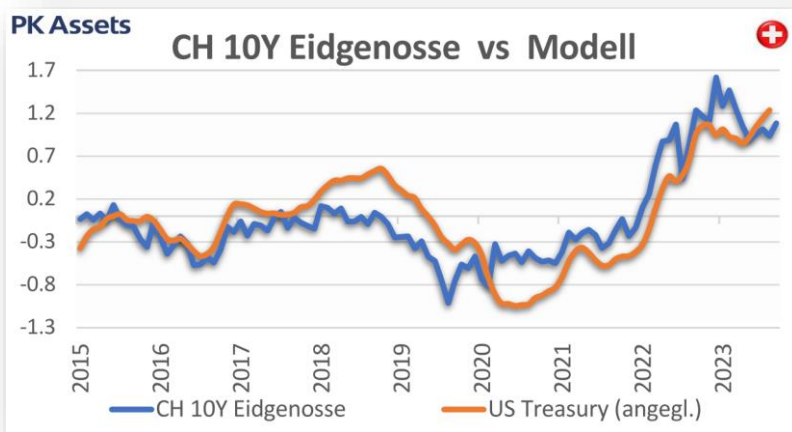
# Eidgenosse 10Y

## Leitmärkte

Wieviel Eigenleben hat der CH-Bondmarkt?

Nicht allzuviel, jedoch:

*Man merkt, es herrscht Abwärtsdruck, aber die Leitmärkte halten den Eidgenossen (noch) über 1%*

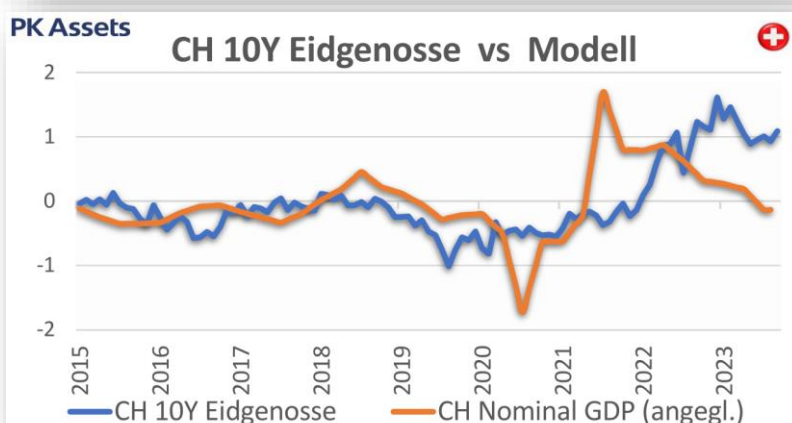
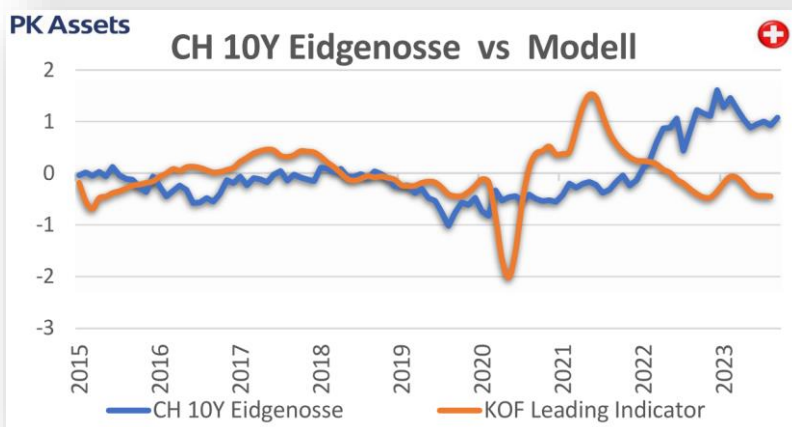
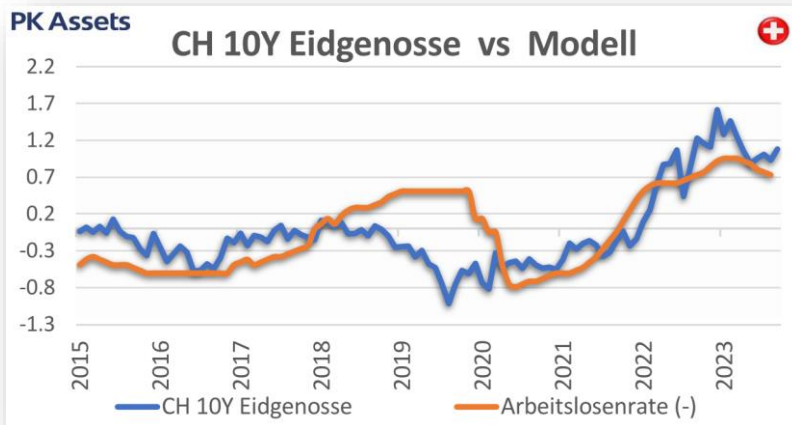
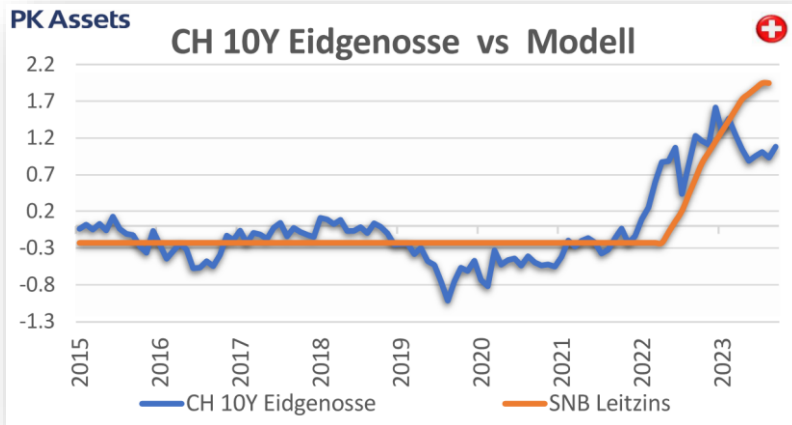


Wir glauben, dass die **aktuellen Niveaus** – so tief sie auch sind, verglichen insbesondere mit den USA – **nicht zu halten**, sobald entweder der Bund- oder Treasury-Zins im rasanten Anstieg pausiert, und schon gar nicht, wenn eine Zinswende aufgrund schwächerer US-Arbeitsmarktdaten realistisch wird.

# Eidgenosse 10Y

Leitmärkte

## Leitzins-Verankerung



Die Notenbank hat die **Leitzinsen** erhöht und auch den 10Y-Zins auf einem gewissen Niveau verankert, aber die **Konjunktur bröckelt**, das ist **bullish** für den Eidgenossen

«Die exportorientierte Schweiz leidet zusehends unter der **Eintrübung der globalen Konjunktur** und der **nachlassenden Auslandsnachfrage**, vor allem aus Deutschland. Entsprechend hat das Schweizer Bruttoinlandprodukt im zweiten Quartal nur noch stagniert. Besonders angespannt ist die Lage in der Industrie. Es zeigt sich, dass die bisher schon beschlossenen Zinserhöhungen rund um den Globus ihre wachstumsdämpfende Wirkung entfalten. Diese Nachfrageabschwächung ist geldpolitisch erwünscht und führt über kurz oder lang zu sinkender Teuerung.»  
Thomas Fuster NZZ 9/2023

«Auch ohne zusätzliche Zinserhöhung ist das monetäre Umfeld restriktiver geworden, da sich der handelsgewichtete Wechselkurs des Frankens seit der letzten Lagebeurteilung nochmals um gut 2% verteuert hat. Das spiegelt sich zunehmend in den Konjunkturdaten. Die Schweizer Wirtschaft hat bereits im zweiten Quartal stagniert. Ob sie angesichts der Schwäche ihrer Nachbarländer im dritten Quartal expandieren kann, muss sich erst noch zeigen.»  
Karsten Junius 9/2023

# Eidgenosse 10Y

Leitmärkte

Leitzins-Verankerung

## Teuerung

Der grosse Nachteil der CH ist der hohe Anteil der administrierten Preise, welche auch in einer Rezession nicht nachgeben:

***Eine technische Erhöhung der CH-Teuerung ist angesagt:***

Die Teuerung dürfte bald wieder steigen. Das ist bearish für den Eidgenossen.

*Andererseits sind es nicht konjunkturelle Preiserhöhungen. Und sie dürften zusätzlichen Druck auf den Konsum ausüben und damit eher eine Steuer als eine fortlaufende Teuerung darstellen*

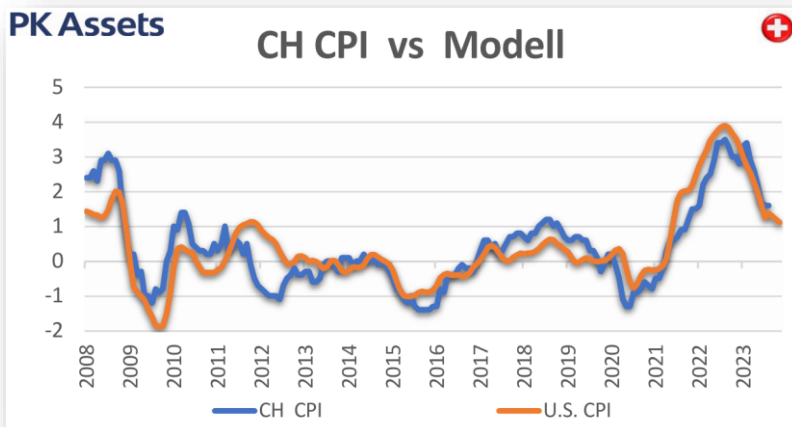
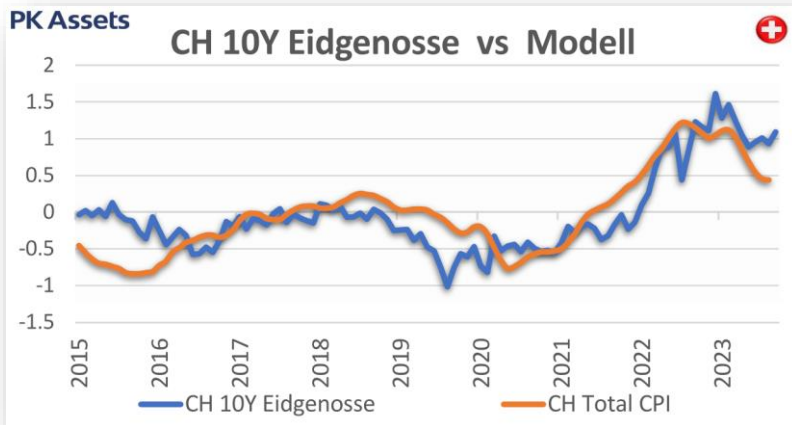
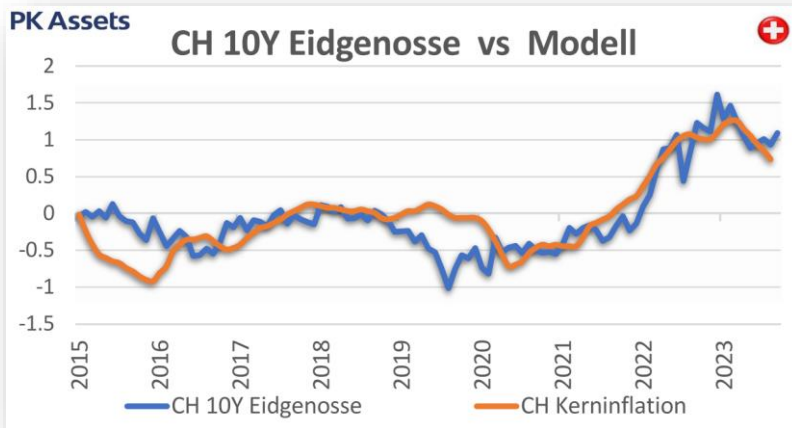
*«Zwar befindet sich die Inflationsrate momentan im Zielbereich, was weitere Zinserhöhungen als unnötig erscheinen lässt. Jedoch ist ein baldiger Inflationsschub absehbar. So führt der Anstieg des **hypothekarischen Referenzzinssatzes** ab dem Spätherbst zu einer Verteuerung zahlreicher Mietverhältnisse. Auch werden **Strompreise** 2024 erneut massiv steigen. Hinzu kommt ein **Anstieg der Mehrwertsteuer**. Der jüngste Rückgang der Inflation ist deshalb nur vorübergehender Natur, ein neuerlicher Anstieg der Teuerung über die 2-Prozent-Marke ist wahrscheinlich.»*  
Thomas Fuster NZZ 9/2023

# Eidgenosse 10Y

Leitmärkte

Leitzins-Verankerung

Teuerung



Abgesehen von diesen technischen Faktoren hat die Teuerung in der Schweiz, nach dem Total CPI auch die Kernteuerung, dies ist **bullish** für den **Eidgenossen**

Dies ist **nicht überraschend**: Die Teuerung der CH hat ausser in Spezialsituationen wenig Eigenleben, es folgt insbesondere dem U.S. CPI mit einem Quartal Verzögerung.

*Es unterliegt bis zu einem gewissen Punkt den gleichen Gesetzmässigkeiten wie in der Eurozone und den USA: Lieferketten, China etc*

Wichtig: Wir sehen **keine Spur von einer Lohn/Preis-Spirale**:

«Die Konsumentenpreise sind in den vergangenen Monaten **schwächer als erwartet** gestiegen. So liegt die Inflation momentan mit 1,6 Prozent wieder **innerhalb des von der SNB angestrebten Zielbandes** zwischen 0 und 2 Prozent. Auch lassen die sinkenden Produzentenpreise – ein vorauslaufender Indikator für die Konsumpreise – auf **nachlassenden Preisdruck** bei den Unternehmen schliessen. Umfragen bei Firmen deuten ferner darauf hin, dass die geplanten **Lohnerhöhungen moderat** ausfallen dürften. Eine Lohn-Preis-Spirale zeichnet sich bisher nicht ab.»  
Thomas Fuster NZZ 9/2023

# Eidgenosse 10Y

Leitmärkte

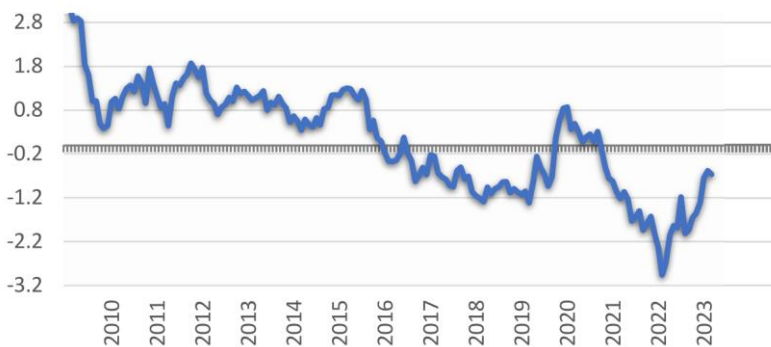
Leitzins-Verankerung

Teuerung

**Realzinsen**

Im Unterschied zur EZB muss die SNB die Wirtschaft nicht erdrücken. Das macht den 10Y Eidgenossen leider **nicht attraktiver**

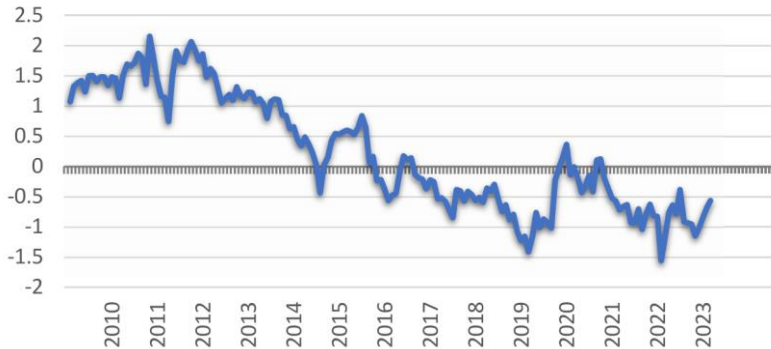
CH Realzins 10Y (CPI)



Das zeigt sich an den Realzinsen, die vergleichbar zum Ausland erstaunlich niedrig geblieben sind.

Die SNB hat nämlich einen zweiten Hebel für die Steuerung des monetären Umfelds: Die hohen FX-Reserven in ihrer Bilanz.

CH Realzins 10Y (CPI Core)



Diese Verkäufe machen zwar den Eidgenossen unattraktiver, gleichzeitig aber auch die Fremdwährungsalternativen, und zwar über den Währungsmarkt.

# Eidgenosse 10Y

Leitmärkte

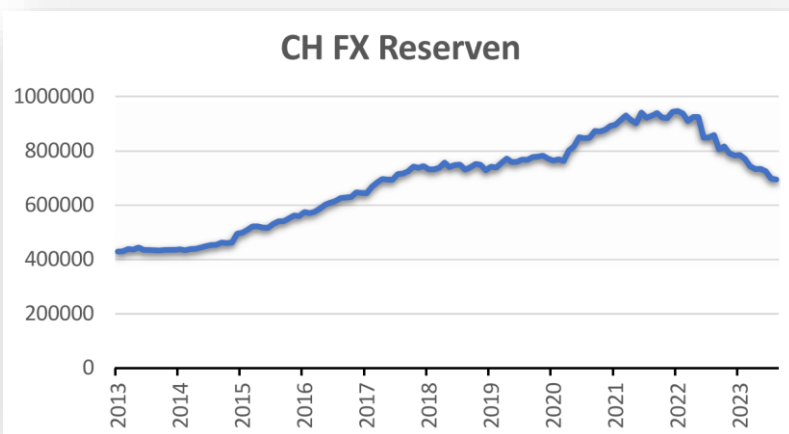
Leitzins-Verankerung

Teuerung

Realzinsen

## Währungspolitik

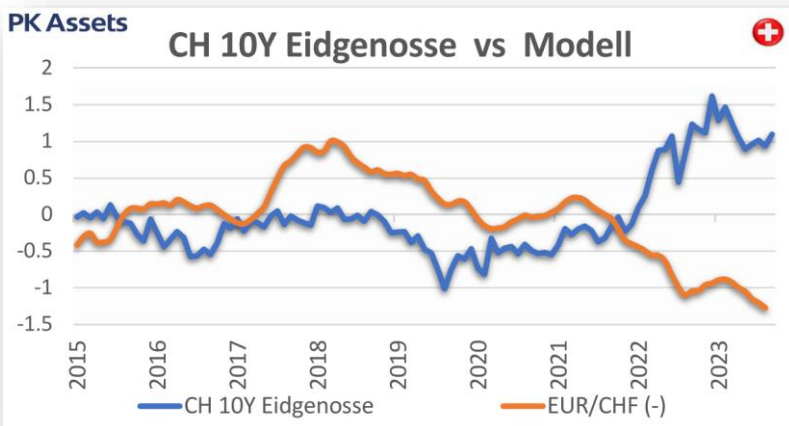
Die SNB verabschiedet sich zügig von einem Teil ihrer FX-Reserven, sie substituiert damit Einiges, was sie sonst mit Zinserhöhungen bewerkstelligen müsste, dies ist bullish für die Währung, **dämpfend** für die Zinsen



Mit den Währungsverkäufen der letzten Zeit drückt sie den EUR/CHF runter und mindert so die importierte Inflation.

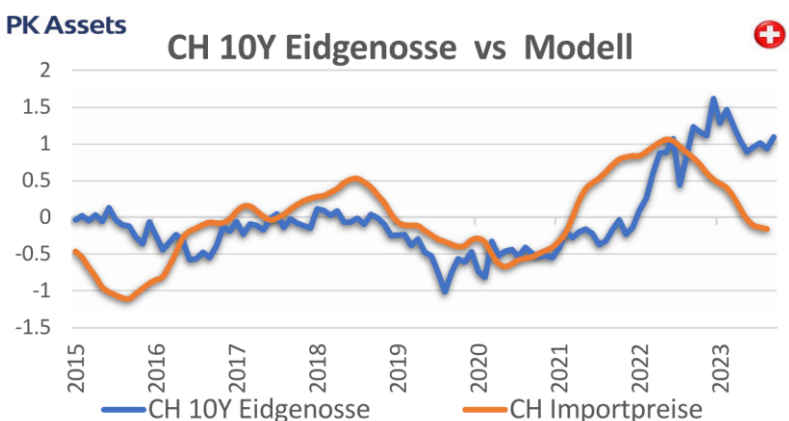
Dadurch reduziert sich der Teuerungsdruck insgesamt, ohne die Wirtschaft über noch höhere Zinsen abzuwürgen.

Dadurch, dass die SNB mit Währungsverkäufen Zinserhöhungen substituiert, wirkt dies dämpfend auf die Zinsen.



Die grosse Frage:

Wird die SNB noch rechtzeitig vor einer globalen Zinswende den grössten Teil ihrer FX abtossen, um der Gefahr von Währungsverlusten zu entgehen?





# Eidgenosse 10Y

Leitmärkte

Leitzins-Verankerung

Teuerung

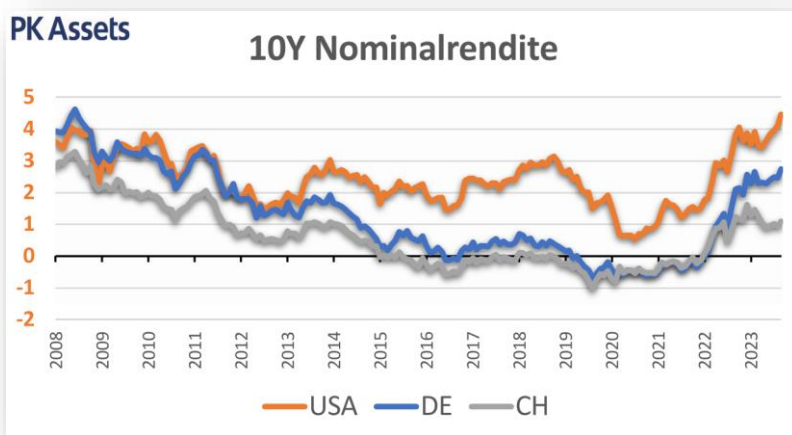
Realzinsen

Währungspolitik

## Vergleich mit Bund und Treasury

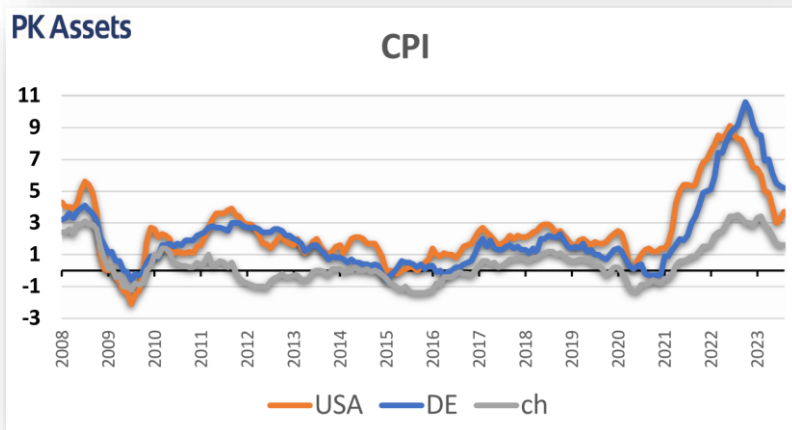
## Vergleich mit UST & Bund:

Unattraktiver nominaler Eidgenosse, sinkender Teuerungsbonus, es ist nicht alles Gold was glänzt im Eidgenossen

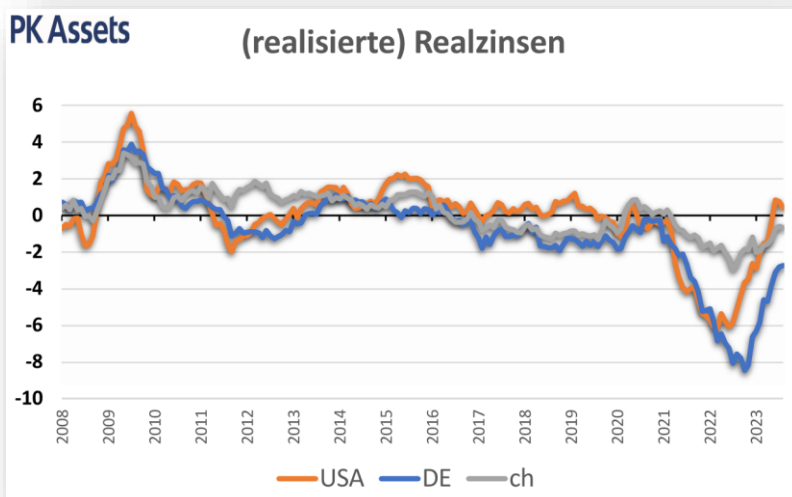


Lange nominal fast pari zum Bund hat der Eidgenosse Federn gelassen.

«Zwischen dem Zinsniveau der Schweiz und jenem des Auslandes klaffen Welten»



Der grosse Pluspunkt ist die tiefere Teuerung, allerdings nimmt dieser Bonus wieder kräftig ab!



Vergleicht man die Realzinsen auf realisierter Basis – statt Inflationserwartungen – dann sieht man, dass die CH-Realzinsen immer noch negativ sind, und aktuell zwischen den amerikanischen und deutschen rangieren – höher als in DE, tiefer als in den USA

# Eidgenosse 10Y

Leitmärkte

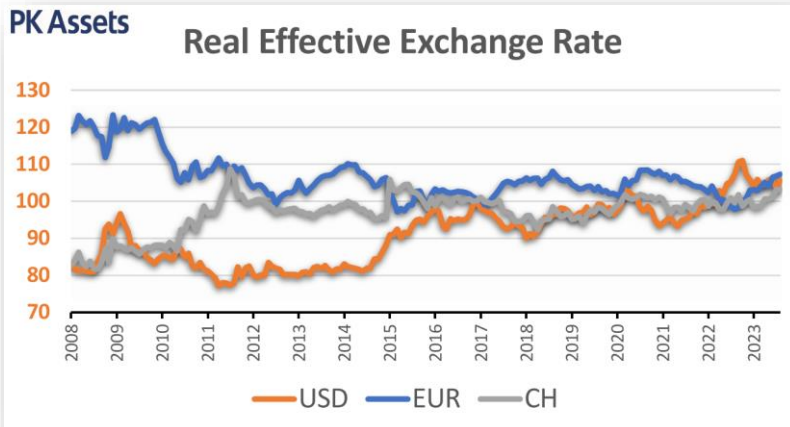
Leitzins-Verankerung

Teuerung

Realzinsen

Währungspolitik

**Vergleich mit Bund und Treasury**



Der **CHF** sieht  
inflationbereinigt nicht  
besonders teuer aus

Argumentiert man mit dem realen effektiven Währungskurs, dann kann man konstatieren, dass der Euro billig aussieht, der USD teuer und der **CHF neutral**.

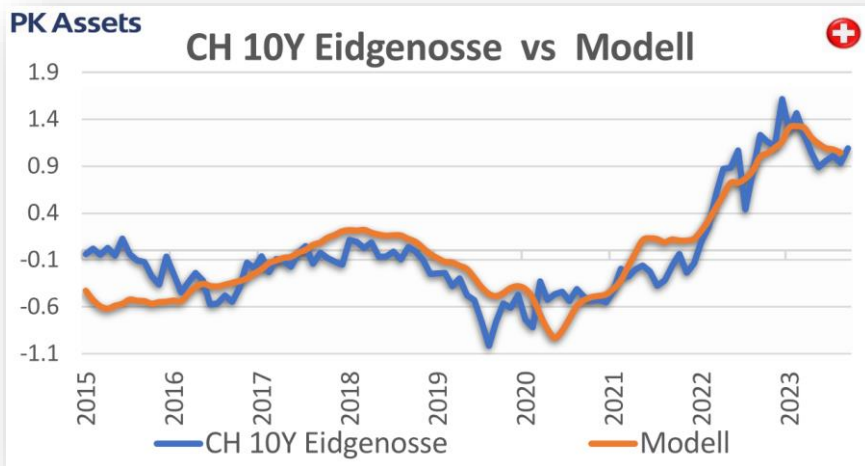
*Aber es bleibt dabei:*

*Caveat Emptor für Bond-Investitionen in Fremdwährungen:*

*„Seit dem Jahr 2000 ist der Franken gegenüber dem Dollar um 78 Prozent erstarkt und gegenüber dem Euro um 64 Prozent. Zum britischen Pfund sind es sogar 128 und zum japanischen Yen 152 Prozent.“*

*Michael Ferber NZZ 7/2023*

Gegen eine REER-Abwertung des CHF spricht die weiterhin hohen Bilanz-Bestände in FX, die es abzubauen gilt



*Ein Kauf – mit einigem Naserümpfen*

## Wir bauen Duration CH Bondmarkt auf:

Zugegeben: Der 10Y-Eidgenosse sieht **optisch unattraktiv** aus.

Speziell in den letzten Monaten hat er sich sehr **unvorteilhaft** gegenüber dem Deutschen Bund entwickelt, geschweige denn vom US Treasury. Das CPI fällt zwar in der CH, aber anderswo fällt es schneller, d.h. der Bonus der CH nimmt ab. Realzinsseitig rangiert der Eidgenosse zwischen Bund und Treasury. Aber trotzdem: wir spüren, der Zins will runter. Das würde uns hochwillkommene Kapitalgewinn bringen zur unbefriedigenden Verfallsrendite.

Das Zinssenkungspotential ist jedoch bescheiden, die Politik mit Währungsreserven hilft dem CHF-Obligationär nicht.

Das heisst: Die Eigenossen-Rendite könnte noch unattraktiver werden, insbesondere sobald der Bond die fallende Konjunktur in der Eurozone besser abbildet, weshalb wir konstruktiv sind für längere Durationen.

Die Absenz von Währungsrisiken wird allerdings -speziell gegen die Dollaralternative - mit viel Opportunitätskosten erkaufte.

Die steigende Teuerung wegen technischen Faktoren könnten ein kräftiges Rally verhindern.

Wir freuen uns auf Ihr Feedback auf [j.lutz@pkassets.ch](mailto:j.lutz@pkassets.ch)

und:

Besuchen Sie uns auf [www.pkassets.ch](http://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.