

Zinsen

7/2025

Was sagen unsere Modelle und die klügsten Köpfe der Finanzwelt?

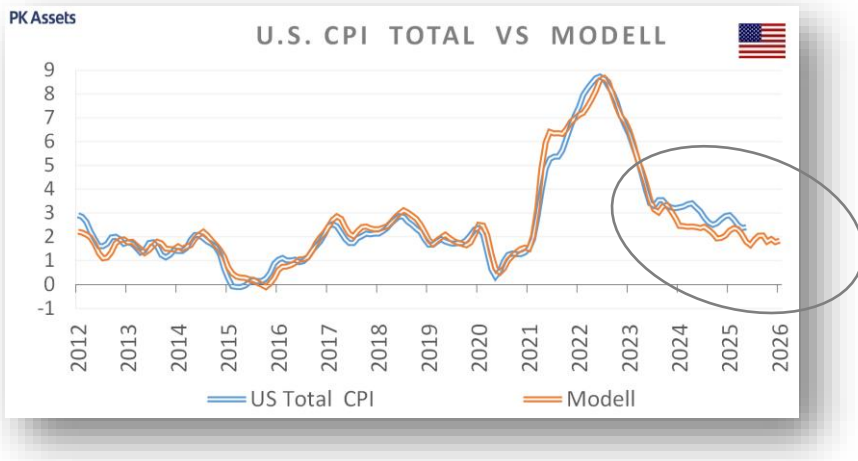
PK Assets AG Eggirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen
+41 (0)44 787 80 20 www.pkassets.ch





Zinsen USA: Thesen

- Unsere Vorläufer zur Teuerung zeigen ein Landing auf dem Notenbankziel an, und damit etwas Spielraum für Leitzinsreduktionen. Die Tariffe sind noch NICHT in unsere Vorläufer für die Teuerung eingeflossen
- „Wir gehen davon aus, dass es zu zusätzlicher Inflation kommen wird, im Sommer dürfte dies in den Vorläufern abgebildet werden. Aber: Der Finanzmarkt ist erstaunlich gelassen bezüglich der Zollpolitik und den Kriegshandlungen, Niveau und Struktur der TIPS-Märkte zeigen kaum Besorgnis an“
- 3.1% scheint in Jahresfrist ein Konsens von Markt und Notenbank-Gouverneuren zu sein
- Die Risiken eines Wiederaufflackerens der Teuerung sind nicht verschwunden, aber selbst die Umfragen bei den Konsumenten werden wieder etwas nüchterner
- Arbeitsmarkt: Unsere Vorläufer zur Arbeitslosenrate zeigen eine leichte Abkühlung, das Lohnkosten-Wachstum sollte stabil auf 4% verharren in den nächsten Quartalen, dies spricht nicht für allzu viel Leitzinsphantasie
- Der schwache Dollar stützt das Wirtschaftswachstum, indem er die Liquidität erhöht, generell sind die Vorläufer zur Konjunktur gemischt
- Die Konjunktur ist intakt, das Wachstum ok, der Arbeitsmarkt stabil, die Aktienmärkte optimistisch, gewisse Vorläufer sehen angeknockt an, aber es kommt potentiell noch eine expansive Fiskalpolitik hinzu
- Fiskalpolitik: Sie ist seit geraumer Zeit prozyklisch geworden: Bond Vigilantes sind erwacht, erhöhen die Zeitprämie und senken den Dollar
- Das Fed hat mit seiner Tiefzinspolitik den Verschuldungsexzess ermöglicht, es sollte sich umbesinnen
- Zum ersten Mal seit langer Zeit drohen Abflüsse aus dem Dollarraum, das könnte die Zinsen erhöhen und den Dollar weiter schwächen
- Das Fed pocht auf seine Unabhängigkeit und wartet auf mehr Informationen bzgl. Zoll- und Fiskalpolitik
- Unser Leitzinsmodell und die moderaten Breakevens sprechen für Abwärtsdruck auf den 10Y Treasury-Zins, ebenso andere informative Modelle
- Wer nicht an „Sell America“ glaubt, ist mit den aktuellen Zinsen sehr gut bedient, die Realzinsen sind sehr attraktiv
- Die Zeitprämien sind gestiegen: Die Bond Vigilantes versteilern die Zinskurve und schwächen den Dollar; eine grandiose Gelegenheit für ein Long?
- Unser Modell ist konstruktiv für den UST. Die meisten Faktoren zeigen nach unten
- Das grosse Damoklesschwert: Geht es der Administration Trump nur um Zölle und Show, oder doch um einen ernstgemeinten Umbau, der die Finanzmärkte massiv bewegen dürfte? Unterschätzt der Markt diesen Aspekt?
- Angebot und Nachfrage geben wegen verschiedenen Gründen Anlass zur Sorge
- Man sollte allerdings nicht leichtfertig auf ein dauerhaftes Sell-America vertrauen, Gründe für eine nachhaltige Nachfrage bestehen weiter
- Sollte die Stagflation kommen, dann wären TIPS das Instrument der Wahl für Dollar-Anleger



Mission accomplished ... wären da nicht Iran & Zölle

Modelle und Vorläufer zeigen:

- Die Lebensmittelinflation dürfte in den nächsten 9 Monaten wieder Richtung 3.5% steigen, gemäss unseren Vorläufern
- Die Core Commodity Goods-Inflation wird durchgeschüttelt von den volatilen Frachtkosten, insgesamt zeigen die Vorläufer kaum eine Richtung an
- Das Wachstum der Owner Equivalent Rent, als Proxy für die Mietinflation ist weiter abwärtsgerichtet; die Realzinsen drücken die Inflation, die Häuserpreise wachsen verhalten, die Housing Markt-Internals zeigen abwärts
- Die Benzinpreise waren bis zum Iran/Israel-Konflikt eingeschlafen, haben sich jetzt aber belebt
- Kern-Dienstleistungspreise dürften leicht Richtung 3% fallen, das Core CPI fällt nicht mehr, sollte sich in den kommenden Monaten zwischen 2.5-3% bewegen
- Das Total CPI fällt stabil auf 2% in den kommenden 8 Monaten
- Cleveland Trimmed fällt leicht weiter Richtung 2.5%, Atlanta Sticky auf 3%
- Das Core PCE, der Fokus des Fed, dürfte auf 2% fallen, auf das Notenbankziel
- ❖ „Thus far, those searching for signs of tariffs leaking into consumer price data have found nothing but crickets.”

„Unsere Vorläufer zur Teuerung zeigen ein Landing auf dem Notenbankziel an, und damit etwas Spielraum für Leitzinsreduktionen. Die Tariffe sind noch NICHT in unsere Vorläufer für die Teuerung eingeflossen“

Der Markt glaubt nicht an ein Wiederaufflackern der Teuerung wegen der Zollpolitik und dem Iran/Israel-Krieg

Die Treasury Inflation Protected Securities-Märkte zeigen keine Panik an, im Gegenteil, Zölle und die Kriege gelten für die Teuerung als vorübergehende Phänomene

- Kurze wie mittlere Breakevens konsolidieren auf Niveaus leicht über dem Notenbankziel
- Der Breakeven für 1 Jahr ist aktuell bei 2.55% der CPI-Swap für 1 Jahr ist bei 3.1
- 3.1% scheint in Jahresfrist ein Konsens von Markt und Notenbank-Gouverneuren zu sein
- Die Marktbeobachter sind gemischt
- ❖ *“According to the Fed’s model of the US economy, a sustained \$10 increase in oil prices is expected to increase inflation by 0.4% and lower GDP by 0.4%.” Torsten Slok*
- ❖ *“Die Handelspolitik von Donald Trump wirbelt die amerikanische Wirtschaft durcheinander, was viele wichtige Datenreihen unbrauchbar macht.” Andre Müller NZZ 5/2025*
- ❖ *“Powell und andere führende Notenbankvertreter haben in ihren Reden aber deutlich gemacht, dass sie wegen Trumps Zöllen einen Preisschock erwarten. Es gibt eine lebhaftete Debatte darüber, ob dieser Preisschock vorübergehen werde und ihn die amerikanischen Arbeitnehmer und Firmen hinnehmen würden, ohne mehr Lohn zu fordern oder die Preise zu erhöhen. “ Andre Müller NZZ 5/2025*
- ❖ *„While tariffs raise prices on specific goods, their inflationary impact is likely muted. Most of the U.S. economy is service based, which tariffs do not directly affect.“ Torsten Slok*
- ❖ *„Bei dem Preisen wird sich der Effekt aber auf einen einmaligen Schub beschränken. Das heisst, die Inflation zieht nur temporär an, worauf sie durch die Abschwächung der Konjunktur gedämpft wird. Unter dem Strich ist der Endeffekt daher sogar disinflationär.“ Bryan Whalen in The Market 5/2025*
- ❖ *„The tremor to the export sector from US tariffs will send shockwaves throughout the economy, reinforcing deflationary tendencies.“ BCA 4/2025*
- Was uns und den Markt etwas Nervös macht, sind die steigenden Notierungen in den Surveys von ISM, Dallas Fed, Philadelphia Fed und New York fed

„Wir gehen davon aus, dass es zu zusätzlicher Inflation kommen wird, im Sommer dürfte dies in den Vorläufern abgebildet werden. Aber: Der Finanzmarkt ist erstaunlich gelassen bezüglich der Zollpolitik und den Kriegshandlungen, Niveau und Struktur der TIPS-Märkte zeigen kaum Besorgnis an“

Gefahren verbleiben: Eine Störung in der Lieferkette oder hohe Zölle mit China und leere Regale in den U.S. Supermärkten

- Die Inflationsumfragen bestätigen diese Sorge, allerdings kommen die Notierungen bereits wieder zurück

“Even if tariffs were fully removed – an unlikely scenario – the economy is now probably committed to a period of high inflation, given the supply chain disruptions that have already occurred. This inflation shock appears to have metastasized into long-term inflation expectations, de-anchoring the University of Michigan inflation survey and generating portfolio reallocation flows away from USD assets.” James Egelhof, BNP 5/2025

„In den USA findet eine lebhafte Debatte statt, ob Trumps Zölle nur einen einmaligen Preisschub auslösen werden, den die Zentralbank auch gefahrlos ignorieren könnte. Dieses Vorgehen bedingt aber, dass die langfristigen Inflationserwartungen der Bevölkerung und der Unternehmen in der Nähe von 2 Prozent verankert bleiben, was alles andere als gesichert ist. (..) Die Lage ist unübersichtlich: In Umfragen geben viele Amerikaner nämlich zu Protokoll, dass sie mit stark steigenden Preisen rechnen würden. Andere Indikatoren aus den Finanzmärkten deuten jedoch darauf hin, dass zumindest die wichtigen langfristigen Inflationserwartungen der Profi-Anleger gut verankert bleiben.“ Andre Müller NZZ 5/2025

- Und die Inflation überrascht nach unten

❖ *„Wednesday’s US CPI reading was about as benign as any financial-asset owner (or government official) could have wished for. The 0.1% monthly core figure was below every single forecast in the Bloomberg economist panel.” Cameron Crise 6/2025*

„Die Risiken eines Wiederaufflackerns der Teuerung sind nicht weg, aber selbst die Umfragen bei den Konsumenten werden wieder etwas nüchterner“

Unser Modell zeigt einen graduellen, geordneten Anstieg der Arbeitslosenrate in den nächsten 2 Quartalen an

Modelle und Vorläufer zeigen:

- Die Arbeitslosenrate ist nahe an der Konjunktur dran, sie adaptiert die Konjunktur mit lediglich 4-6 Monaten Verzögerung..
- ..dies ist damit auch der Prognosehorizont
- Die Komponenten des KMU-Vertrauens sind gemischt. Hiring Plans und Verfügbarkeit von Arbeitern sprechen für höhere Arbeitslosigkeit
- Die Job Openings-Komponenten sprechen für eine eher steigende Arbeitslosigkeit
- Consumer Credit ist robust
- Das Konsumentenvertrauen spricht für kaum veränderte Arbeitslosigkeit
- Die Initial Jobless Claims sprechen für anhaltend ultratiefe Arbeitslosigkeit

Unser Modell sieht stabilen, ansprechenden Lohnkostendruck voraus

Modelle und Vorläufer zeigen:

- Die Lohnkosten folgen mit einigem Abstand dem Arbeitsmarkt, und zwar ca. 6 Monate, weshalb insgesamt mit einem Prognosehorizont von etwa 8-12 Monaten gerechnet werden kann
- Der Verlauf der Arbeitslosenrate und deren Vorläufer implizieren stabil hohes Arbeitskosten-Wachstum für die nächsten Quartale
- Ebenso folgt das Lohnwachstum der Teuerung, unsere Modelle sprechen hier für ein leichtes Abgleiten des Lohnwachstums
- Die JOLT-Komponenten sprechen für ein sanftes Abgleiten des Lohndrucks
- Die Komponenten des KMU-Vertrauens sprechen für einen Aufwärtsdruck auf die Lohnkosten
- Die Indeed-Wage Trackers sprechen für leichten Abwärtsdruck

„Das Lohnkosten-Wachstum sollte stabil auf 4% verharren in den nächsten Quartalen, dies spricht nicht für allzu viel Leitzinsphantasie“

Die Vorläufer zur Konjunktur sind gemischt, die Liquidität sieht hervorragend aus

Gemischte Vorläufer:

- Das Globale M2 wächst sehr ansprechend und ist bullish für die Konjunktur
- Die Leading Indicators sind schwach
- Das Vertrauen im Bau ist schwach
- Die Credit Spreads sind tief und stützen das Wachstum
- Die Economic Surprises sind bestenfalls mittelmässig
- Der chinesische Fiskalimpuls ist schwach
- Der chinesische PMI ist unter 50
- Die Commodities sind eingeschlafen

„Der schwache Dollar stützt das Wirtschaftswachstum, indem er die Liquidität erhöht, generell sind die Vorläufer zur Konjunktur gemischt“

Die Handelspolitik ist potentiell immens schädlich für die Konjunktur

- ❖ *“It’s possible that the economy slows so much that it offsets the inflationary impact of tariffs. There’s clearly an assumption, both in the market and among policymakers, that the tariffs represent such a strong brake on growth that the Federal Reserve will be forced to lower rates.” Sebastian Boyd 4/2025*
- ❖ *„Wir haben von Anfang an argumentiert, dass Zölle de facto eine Steuer sind. Sie werden die Margen der Unternehmen belasten und das Wachstum dämpfen.“ Bryan Whalen in The Market 5/2025*
- ❖ *„The tremor to the export sector from US tariffs will send shockwaves throughout the economy, reinforcing deflationary tendencies.“ BCA 4/2025*

Andererseits kommt über die Fiskalpolitik möglicherweise einiges an Schub

- ❖ *“The fiscal thrust implied by the OBBBA is front loaded because the proposed tax cuts are immediate while spending restraint is back loaded. The fiscal thrust could be more than one percentage point of GDP over the next year.” Chen Zhao 6/2025*

„Die Konjunktur ist intakt, das Wachstum ok, der Arbeitsmarkt stabil, die Aktienmärkte optimistisch, gewisse Vorläufer sehen angeknockt an, aber es kommt potentiell noch eine expansive Fiskalpolitik hinzu“

Was sind die Auswirkungen auf die Märkte?

Die Zölle werden wohl nicht wieder verschwinden, das kostet Wirtschaftswachstum

- ❖ *„Die Zölle sind in der Bevölkerung sehr populär. Es wäre politischer Selbstmord, für eine Marktöffnung zu plädieren. Keine Partei – weder links noch rechts – wird dies tun.“ Richard Baldwin in NZZ 5/2025*
- ❖ *„Die Transformation ist anspruchsvoll und risikoreich. Es lassen sich drei Szenarien unterscheiden, wie die Abkehr der USA vom Hegemonismus mittelfristig ablaufen könnte. Entweder gelingt das Manöver für Trump relativ schmerzlos, und es bleibt zielführend, was in erster Linie von der Bewältigung der Schuldenfrage abhängt. Oder es kommt mittelfristig zu einer Art Restauration der Vergangenheit, wie das einst nach der Französischen Revolution geschah. Oder aber es herrscht über längere Zeit ein ausgesprochenes Chaos mit allen möglichen militärischen, wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Folgen. Den drei Szenarien ordnen wir bewusst keine Wahrscheinlichkeiten zu, dies würde für den Fall einer zwar unwahrscheinlichen, aber desaströsen Entwicklung nichts nützen. Man tut gut daran, sich auf die disruptiven Varianten vorzubereiten, inklusive Chaos. Das bedeutet zugleich, dass der Einzelne und der machtarme Kleinstaat für ihr Überleben in Freiheit und Wohlstand deutlich mehr aufwenden müssen als bisher.“ Ivan Adamovich und Konrad Hummler 6/2025*

Der Dollar ist schon beschädigt worden, soll er noch weiter runter?

- ❖ *„The US may be loathe to specify a level of FX appreciation for its trading partners, because after all it is the market's job to allocate capital. However, Mr. Bessent and company would be more than justified in pointing out any economy big enough to run a huge trade surplus with the US is surely big enough to have a currency and local asset markets that anyone can play with.“ Cameron Crise 5/2025*

Man sollte allerdings nicht vergessen, dass jederzeit ein positiver Twist in die Debatte kommen könnte

- ❖ *„President Donald Trump's call with President Xi Jinping is a reminder that rapprochement is always a possibility.“ Simon White 6/2025*

Wie vorher gezeigt: Der Finanzmarkt ist erstaunlich gelassen bezüglich der Zollpolitik und den Kriegshandlungen, Niveau und Struktur der TIPS-Märkte zeigen kaum Besorgnis an

„Kurzfristig dürften die Zölle nicht verschwinden, das dürfte Wirtschaftswachstum kosten, aber die Wirkung auf Dollar und Teuerung sind ungewiss“

Die Fiskalpolitik verschlimmert die Schuldenlage, dies erhöht die Zins-Terminprämie und drückt den Dollar, ein seltener Mix

Das Grundproblem für das Fed: Die Fiskalpolitik ist zutiefst defizitär, akkomodierend und prozyklisch

- ❖ „The fiscal thrust implied by the OBBBA is front-loaded because the proposed tax cuts are immediate while spending restraint is back-loaded. The fiscal thrust could be more than one percentage point of GDP over the next year.” Mark McClellan Alpine Macro
- ❖ “Governments are starting to scare the investor horses. That’s a problem if they want to continue to fund themselves at a manageable level.” Simon White 6/2025
- ❖ “Irgendwann gibt es einen Kipppunkt, ab dem der Wert von Notenbankgeld soweit erodiert, dass mit festverzinslichen Wertpapieren kein Geld mehr zu verdienen ist. Dieser Kipppunkt lässt sich genau bestimmen, und er liegt bereits hinter uns.” Peter E. Huber in The Market 5/2025
- ❖ „The amount of outstanding Treasuries has skyrocketed from \$4.5 trillion in 2007 to nearly \$30 trillion today, while the ratio of total US public debt to GDP has risen from about 35% in 2007 to 100% now.” Alice Gledhill 5/2025
- ❖ „What today is 6.4% of GDP as a deficit, a \$2.4 trillion deficit, could easily expand to \$4 trillion if we had a recession.” Jim Millstein, Guggenheim 5/2025

Die Sorgen bzgl. eines neuerlichen Fiskalexzesses erhöht die Realzinsen

- ❖ „As Republicans in Congress get closer to passing a tax bill that could add trillions of dollars to the US deficit, traders have also been worrying about supply. Real yields, which are driven in part by long-term supply and demand expectations, have been rising for years in the US. The initial impetus for those increases may have come from monetary policy, but even after the Fed pivoted last year to cutting rates, long-term real yields have continued to rise. What’s driving these yields higher is concern about borrowing. The 30-year TIPS yield hit a high of 2.85% in April and is still at levels not seen since the Global Financial Crisis.” Sebastian Boyd 5/2025
- ❖ “For years, we lived in a world where there was basically zero risk premium on U.S. debt, in four short months, Team Trump has squandered that advantage.” Jared Bernstein 5/2025

Das Downgrade der USA war ein Menetekel, nicht mehr aber auch nicht weniger

- ❖ „The downgrade in and of itself shouldn’t change much, but it does mean that another round of wild tariff threats from the president is likely to find the bond market less tolerant than it was a month ago. ” Sebastian Boyd 5/2025

Trotz hohen Zinsen ein schwächerer Dollar, wird bereits eine Yield Curve Control eingepreist?

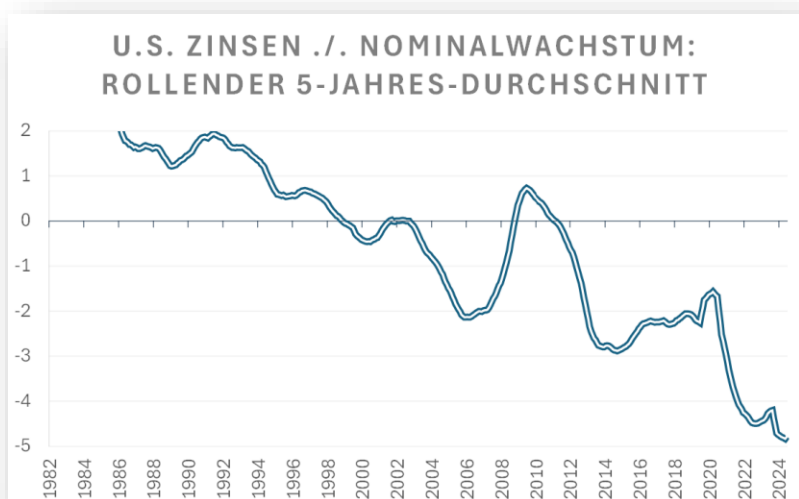
- ❖ „The dollar is in trouble. The decision by Moody’s to downgrade US sovereign credit underscores an uncomfortable truth: America is running larger-than-expected deficits atop a mountain of debt, weakened institutions, and — at the extreme — a growing risk of renewed quantitative easing. ” Simon Flint 5/2025

„Fiskalpolitik: Sie ist seit geraumer Zeit prozyklisch geworden: Bond Vigilantes sind erwacht, erhöhen die Zeitprämie und senken den Dollar“

Das Fed sollte seine Strategie überprüfen

Die Kosten/Nutzen-Analyse von dauerhaft zu tiefen Zinsen ist negativ

- Das Fed, seit Greenspan, hält die Kapitalmarktzinsen dauerhaft zu tief, zwecks permanenter Ankurbelung des Wachstums
- Allerdings mit kräftigen Nebenwirkungen: Der Aufbau von Spannungen und Blasen, die regelmässig explodieren.
- Seit dem Antritt Greenspans im Jahre 1987 haben sich die Marktzinsen immer tiefer unter das Nominalwachstum gegraben
- Nehmen wir die Differenz von Zinsen und Wachstum, glätten wir diese durch einen rollenden 5-Jahres-Durchschnitt, dann sehen wir folgendes: Im Jahr 2000 fiel der Graph erstmals unter die Null-Linie, die Märkte crashten, vor der Grossen Finanzkrise fiel der Graph weiter auf einen Tiefstwert, unmittelbar gefolgt von einem noch zerstörerischen Crash, und heute sind wir trotz aktuell hohen Zinsen auf einem unglaublichen Tiefstwert angelangt.
- Die Verschuldung der USA hat nach 2000 gedreht, ist nach 2008 explodiert ist und nach der Kalamität Corona in Bereiche von Bananenrepubliken gestiegen
- Das «Gesetz», dass die immer grösser werdenden Krisen einen immer grösseren Mitteleinsatz zur Behebung der Probleme bedingen, lässt die Schulden, Resultat der Schadensbeseitigung, immer mehr ansteigen.
- Dies ist zutiefst asozial, da unsere Kinder die Folgen des heute mit Zinssteroiden hochgepushten Wachstums bezahlen.



„Das Fed hat mit seiner Tiefzinspolitik den Verschuldungsexzess ermöglicht, es sollte sich umbesinnen“

Kommt es zu massiven Kapitalumschichtungen weg von Amerika zu Asien und Europa?

Die Allokation in Dollar-Assets ist global so hoch wie nie.

- ❖ *„Not only are hedge ratios on USD assets low, but US asset allocation as a share of total assets has also grown as US assets have outperformed the rest of the world.“ BNP 4/2025*

Asien dürfte entscheidend werden:

- ❖ *„The dollar may face a \$2.5 trillion “avalanche” of selling as Asian countries unwind their stockpile of the world’s reserve currency.“ Stephen Jen 5/2025*
- ❖ *Asian exporters and investors may have amassed an “extremely large” pile of dollars through the years, widening the region’s trade surplus with the US (..). As a US-led trade war deepens, some Asian investors might repatriate chunks of funds or ramp up levels of protection against a weakening dollar — potentially triggering an exodus from the world’s reserve currency.“ Ruth Carson 5/2025*

Auch Europa könnte Geld anziehen:

- ❖ *„German bunds emerged as the bond market’s haven of choice during April’s tariff turmoil, and their outperformance is likely to continue as they offer dollar- denominated investors yields that are 50 basis points more than 10-year Treasuries — all with a higher rating and less inflation risk.“ Ven Ram 5/2025*

„Zum ersten Mal seit langer Zeit sind Abflüsse aus dem Dollarraum denkbar, das könnte die Zinsen erhöhen und den Dollar weiter schwächen“

Das Fed kann die Zinsen runter nehmen, dürfte sich aber Zeit nehmen, um mehr über die Zoll- und Fiskalpolitik zu erfahren

Wie lange widerstrebt das Fed dem Druck?

- Alle unsere Teuerungsmodelle zeigen einen beträchtlichen Freiraum für das Fed an, die Leitzinsen zu reduzieren
- Der Arbeitsmarkt (* hälftig Arbeitslosenrate und Lohnkostensteigerungen) zeigen ebenfalls ein Potential für Zinssenkungen an
- Die „Inflationserwartungen“ aus den TIPS-Märkten mahnen zur Vorsicht, die Breakeven-Inflation für die Laufzeiten von 2 bis 30 Jahren ist über dem Inflationsziel von 2%, wenn auch geringfügig
- ❖ *„Die Kosten des Abwartens sind ziemlich tief“ Jerome Powell 5/2025*
- ❖ *„It will take months yet before the Federal Reserve can get a clear idea of how Trump administration policy changes will shape the US economy, making officials unlikely to consider a change to interest rates before September, according to economists surveyed by Bloomberg News.“ Maria Eloisa Capurro 6/2025*

Leitzinserwartungen und Breakevens sprechen für Abwärtsdruck auf den 10Y Treasury

Dies entspricht den aktuell im Zinsmarkt eingepreisten 4 Zinsreduktionen à 25 bps bis Ende 2026

- Die Notenbank verankert mit ihrem Leitzins auch bis zu einem gewissen Punkt die längeren Laufzeiten der Treasury-Kurve; das zögern des Fed, die Zinsen runter zu nehmen hält die Zinsen oben
- Gemäss unserem Leitzinsmodell hat das Fed allerdings beträchtlichen Spielraum, die Zinsen zu reduzieren, diese Fundamentals drücken auch das Zinsmodell runter
- Dabei hilft das grosse Marktvertrauen in die Notenbank, dokumentiert durch eine rückläufige 5Y5Y-Breakeven-Inflation aus den Linker-Märkten

„Das Fed pocht auf seine Unabhängigkeit und wartet auf mehr Informationen bzgl. Zoll- und Fiskalpolitik“

„Unser Leitzinsmodell und die moderaten Breakevens sprechen für Einiges an Abwärtsdruck auf den 10Y Treasury-Zins“

Wer nicht an „Sell America“ glaubt, ist mit den aktuellen Zinsen sehr gut bedient

Realzinsen sind hoch, Fundamentals deuten auf tiefere Zinsen

- Unser Zinskurven-Modell beinhaltet als wichtigste Komponente den Leitzins im Verhältnis zur Historie (rollende 20 Jahres-Frist) und die Inflationserwartungen
- *Das Cameron-Crise-Modell beinhaltet die Kurzfristzinsen, die längeren OIS, Teuerung und Arbeitslosenrate*
- Ein weiteres Modell von Hussman, das Teuerung, Kurzfristzinsen und Wirtschaftswachstum benützt, zeigt jetzt tiefere Zinsen an

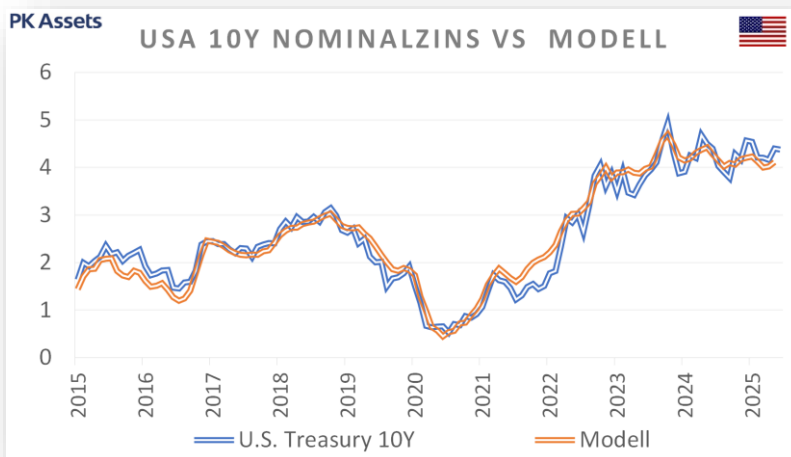
Sind die Bond Vigilantes erwacht?

Die Zinsprämie steigt

- Bond Vigilantes: Im Chart die Zeitprämie nach Adrian Crump & Mönch
- Die Anleger verlangen eine höhere Kompensation, dies erhöht die Realzinsen
- ❖ *„It may be necessary to have a repeat of what happened to Liz Truss with the US bond market forcing them, actually sending yields close to or breaching 5%, to force everyone to do the right thing.“ Steven Jen 5/2025*
- Der Dollar ist so schwach, dass, verglichen mit den Zinsdifferenzen, geradezu von einer Dislokation gesprochen werden kann

„Wer nicht an „Sell America“ glaubt, ist mit den aktuellen Zinsen sehr gut bedient, die Realzinsen sind sehr attraktiv“

„Die Zeitprämien sind gestiegen: Die Bond Vigilantes versteilern die Zinskurve und schwächen den Dollar; eine grandiose Gelegenheit für ein Long?“



Viel Lärm um Nichts:

Der Trend ist seit 18 Monaten seitwärts

Unser Modell ist konstruktiv für den UST

Die meisten Faktoren zeigen nach unten

- Die zögernde Notenbank hält auch die Kapitalmarktzinsen oben
- Unser Leitzinsmodell drückt die Modellbewertung runter
- Unser Modell für die Zinskurve drückt die Modellbewertung runter
- Die Breakevens sprechen für tiefere Zinsen
- Das QT läuft aus, hält die Zinsen noch oben
- Die Zinsvola fällt, das drückt die Modellbewertung nach unten
- Die Vigilantes drücken die Zinsen rauf
- Per Saldo ergibt sich ein stabiles, konstruktives Bild für die UST 10Y-Zinsen

„Unser Modell ist konstruktiv für den UST. Die meisten Faktoren zeigen nach unten“

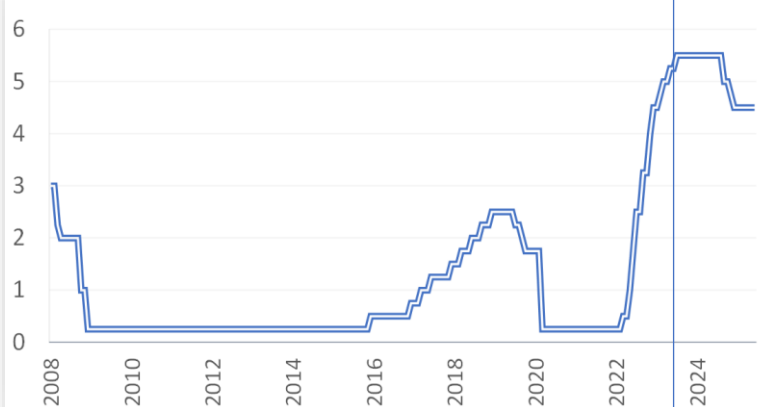
U.S. Zinsen

U.S. Treasury Kurve

U.S. ZINSKURVE 10/2



U.S. LEITZINSEN



Die Zinskurve ist im Steepening Mode, d.h. der Markt erwartet Leitzinsreduktionen und gleichzeitig Probleme bei der Refinanzierung von längeren Treasuries

Der Steepener ist alive an kicking

Er hat noch Raum nach oben

- Der Steepener läuft seit 2023, pünktlich mit der letzten Leizinserhöhung des Fed
- Die Guidance des Feds funktioniert
- Aktuell sehen die Fed-Gouverneure 2 Leitzinsreduktionen, der Markt ist bullisher
- Für ein weiteres Steepening sprechen: Befürchtungen wegen der Verschuldung, expansive Fiskalpolitik, Stable-Coin-Diskussion (präferiert kurze UST), die Inthronisation von Doves im Fed durch Trump
- Gegen ein weiteres Steepening sprechen: Unterstützung des Treasury-Marktes durch SLR, crowded positions im Steepener

„Der Steepener hat noch Raum nach oben, aber der Markt ist positioniert“

Was ist der Plan?

Das aktuelle Regime ist austariert und nur mit der Brechstange zu verändern

- ❖ *„Das Handelsbilanzdefizit ist Teil eines komplexen Systems, das es den Amerikanern erlaubt, über ihre Verhältnisse zu leben. Sie kaufen im Ausland ein und lassen anschreiben.“ Andre Müller NZZ 6/2025*
- ❖ *“Trump ist gewiss ein Stresstest für die Demokratie und eine Herausforderung für die Nation. Allerdings ist es nun nicht so, dass sich die Geschicke der USA lange in die richtige Richtung entwickelt hätten und jetzt plötzlich in die falsche.“ Wynton Marsalis 4/2025*
- ❖ *„Es ist ein Rückgriff auf eine alte diskreditierte Idee namens Merkantilismus. Sie besagt: Eine positive Handelsbilanz ist gleichbedeutend mit einer starken Wirtschaft – Ende der Geschichte! Doch bekanntlich entspricht die Handelsbilanz – beziehungsweise die Leistungsbilanz – auch der Differenz zwischen Investitionen und Ersparnissen. Wenn Trump etwas tut, was die Investitionen einbrechen lässt, würde dies die Handelsbilanz verbessern. Doch das wäre fatal für die US-Wirtschaft.“ Barry Eichengreen in NZZ 4/2025*

Es geht wohl um mehr als Zölle: Um einen Umbau, der Markt könnte diesen Aspekt unterschätzen

- ❖ *„Es ist die angeblich selbstzerstörerische Komponente der Trumpschen Politik, die besonders interessiert. Wofür dieses Tempo und diese Insistenz? (..) Wofür das alles, wenn zu erwarten ist, dass danach die Welt nie mehr so sein wird wie zuvor? Genau dafür: Damit die Welt nie mehr ist wie zuvor. Die Vereinigten Staaten sind dabei, ihre eigene Weltordnung zu demontieren. Die USA haben den Globus spätestens ab der Wende als Hegemon beherrscht. Das ist vorbei. Man will sich mit Absicht zurückstufen, weil die Existenz als hegemoniale Macht nicht mehr lange aufrechtzuerhalten wäre. Die Last wiegt zu schwer. Und man wird dafür nicht oder nur ungenügend entschädigt. Ökonomisch gesprochen: Das Dasein als Hegemon ist von zu vielen negativen Externalitäten gekennzeichnet, und umgekehrt gibt es zu viele Trittbrettfahrer, die von der Allmende, die der Hegemon hegt und pflegt, profitieren. Trump und seine Crew wollen der durch die Vereinigten Staaten errichteten Allmende ein Ende bereiten. (..) All dies ergibt einen unerfreulichen Zustand des US-Treasury: Überschuldung mit steigender Tendenz. (..) Die Amerikaner stehen vor einem Exit-Problem der besonderen Sorte. Aus unserer Sicht gibt es zwei Möglichkeiten: den langsamen, schmerzvollen, Unsicherheiten erzeugenden Niedergang oder das rasche Ende mit Schrecken, aber mit der Chance des erfolgreichen Überlebens. (..) Der Dehegemonisierungsprozess ist im Gange, es wurde die rasche Gangart gewählt. (..) Die Transformation ist anspruchsvoll und risikoreich.“ Ivan Adamovich und Konrad Hummler 6/2025*

„Das Damoklesschwert: Geht es der Administration Trump nur um Zölle und Show, oder doch um einen ernstgemeinten Umbau, der die Finanzmärkte massiv bewegen dürfte? Unterschätzt der Markt diesen Aspekt?“

Das Angebot an Treasury-Papieren wird weiter steigen

Das Angebot wird beträchtlich sein

- ❖ „Das US-Treasury hat mithin viel zu tun mit dem Management des Schuldenbergs. 2024 hielt es 440 Auktionen zur Platzierung von Staatsanleihen am Kapitalmarkt ab. Das war durchschnittlich mehr als eine pro Tag. Mit der regen Auktionstätigkeit sind zwei Probleme verbunden: Zum einen muss der Staat ständig Abnehmer für seine Schuldtitel finden. Falls die Käufer streiken, kann es schnell zu Verwerfungen kommen. Zum andern wirken sich steigende Zinsen rasch aus.“ NZZ 6/2025

Die Nachfrage nach Treasuries per se ist ebenfalls nach wie vor riesig... aber es tauchen Fragen auf:

Sektion 899: Kommt sie und gilt sie für US Treasuries? Ein Grund, Gelder aus den USA rauszunehmen?

- ❖ „Sektion 899 der Gesetzesvorlage soll der US-Regierung die Kompetenz erteilen, ausländische Investoren und Regierungsinstitutionen mit deutlich höheren Verrechnungssteuern auf Zinserträgen oder Dividenden in den USA zu belegen, falls sie aus einem Land stammen, das «unfaire Steuermethoden» gegenüber Amerika anwendet. (..) Nach gegenwärtigem Kenntnisstand wären theoretisch Investoren aus der EU, der Schweiz, Grossbritannien, Kanada oder auch Australien von diesem Passus betroffen. Bisher gültige Doppelbesteuerungs-abkommen sollen für den Passus 899 explizit nicht gelten.“ Mark Dittli, The Market 6/2025

Erfolgt ein Kapitalstrom raus aus Amerika? Einerseits von Europa, wo bald viel Kapital gebraucht wird, andererseits Japan, wo die inländischen Zinsen attraktiver aussehen und schliesslich China, das seine Devisenreserven weg vom Dollar diversifiziert

- ❖ „In Asia, this is a “sell America” moment. Any sane investor is scouring the planet for an alternative — one that offers all the advantages of the incumbent but none of the downside. Europeans also want in, extolling the virtues of the euro.“ Daniel Moss 5/2025
- ❖ „Recent data show that eurozone investors were already resolved to reduce USD exposure before Liberation Day, with recent balance of payments data showing net USD40bn worth of eurozone selling off of foreign equities, the highest amount since 2022.“ James Egelhof BNP 6/2025
- ❖ „A large chunk of those foreign holdings are owned by central banks, which have been diversifying away from the dollar after the sanctions imposed on Russia. (..) Then there are life insurers from Japan, Taiwan and elsewhere who face a sudden need to hedge their investments against further dollar weakness. (..) Those investors may matter more to Treasuries because they focus on longer maturities, while central banks tend to hold shorter-dated debt.“ Garfield Reynolds 5/2025

„Angebot und Nachfrage geben wegen
verschiedenen Gründen Anlass zur Sorge“

Die Nachfrage dürfte ist nicht grundlos so riesig wie sie ist:

Wohin mit dem Geld?

- ❖ „For this to be structural, you should know where to go. “Alicia Garcia Herrero Natixis 5/2025
- ❖ „Nobody gives the return that the dollar has been giving. Nobody. “Alicia Garcia Herrero Natixis 5/2025
- ❖ «You won't find America's democratic system, imperfect as it may be, in China. Nor will you find America's market depth or liquidity in Europe, where markets are too fragmented to absorb all the world's demand for a common "safe" asset.” Jonathan Levin 4/2025
- ❖ «Trotz allen Schwächen der USA, die unter der Regierung Donald Trumps besonders auffallen, gibt es heute noch keine realistische Alternative zum US-Dollar als internationale Reservewährung. Das britische Pfund ist nur noch ein Schatten seines Selbsts im 19. Jahrhundert, der japanische Yen ist die Währung eines schrumpfenden Volks, und dem chinesischen Yuan fehlt jede Rechtssicherheit. Eine viel beschworene Alternative wäre der Euro. Doch in seiner gegenwärtigen Verfassung ist er eine unvollendete Währung. Seine Vollendung droht an der Unfähigkeit der europäischen Völker zu scheitern, durch politische Vereinigung eine Fiskal- und Bankenunion zu bilden.“ Thomas Mayer, Flossbach 5/2025

Die Realzinsen in den USA sind verlockend hoch

- ❖ „But with 30-year bond yields, how much higher beyond 5% can they rise? To 6%? Sure, foreigners can sell. But US buyers who find locking in over 5% for 30 years attractive can always then step in to buy. ” Edward Harrison 5/2025

Die USA dürften schon bald die Regulation pro Treasury ändern: Treasuries könnten von der Supplementary Leverage Ratio SLR bei der Ermittlung der Eigenmittel von Banken befreit werden. Die Banken dürften zulangen, aber so klar ist die Lage nicht:

- ❖ “An SLR reform exempting Treasuries from this binding ratio would free up trillions (!) of balance sheet capacity for the largest US banks, making it much easier for them to buy bonds.” Alfonso Peccatiello 3/2025
- ❖ “There's been an increasing level of chit-chat about revising bank regulation to once again exempt Treasury holdings from supplementary leverage ratio calculations. Doing so, the thinking goes, would give banks the wherewithal to buy more bonds to “intermediate” the Treasury market if and as supply continues to mount. That's all well and good, but banks already own a lot of bonds...indeed, more than they probably should.” Cameron Crise 5/2025

„Man sollte allerdings nicht leichtfertig auf ein dauerhaftes Sell-America vertrauen, Gründe für eine nachhaltige Nachfrage bestehen weiter“

Sollte die Stagflation kommen, dann wären TIPS das Instrument der Wahl für Dollar-Anleger

Die Gefahr von Stagflation ist nicht-trivial, das wäre ein giftiger Cocktail für die USA

- ❖ „Dimon Warns of US Stagflation Risk, Says Fed Right to Hold“ Bloomberg 5/2025
- ❖ “High import tariffs are likely to produce stagflation in the US goods sectors. Prices for goods will rise, while consumption volumes will shrink.” BCA 4/2025
- ❖ “The US risks being caught between slowing growth and rising prices.” Jim Zelter, Apollo 4/2025
- ❖ „Many economists warn that the U.S. economy could be headed for something akin to 1970s-style stagflation. (..) This confluence of rising interest rates and slowing growth is the exact set of circumstances capable of turning America’s national debt into a genuine crisis. When r remains higher than g for a sustained period of time, a vicious cycle emerges.” Rogé Karma, The Atlantic
- ❖ “The Fed may be forced to cut rates this year if tariffs cause a recession. But that could mean accelerating inflation expectations push longer-term yields higher.” Simon White 5/2025
- ❖ “Tariff Hikes are stagflationary, they increase the probability of an economic slowdown while putting upward pressure on prices. This time is no different.” Torsten Slok 6/2025

Eine Stagflation wäre das Königsszenario für Treasury Inflation Protected Securities. Ein detaillierter Artikel hierüber verfasste ich für The Market:



MEINUNG

Das womöglich beste Investment für 2026

Dank hoher Realrenditen und Teuerungsausgleich dürften inflationsgeschützte US-Staatsanleihen zu den besten Anlagen im Falle einer Stagflation zählen. Für Dollaranleger sind sie ein Kauf.

Jörg Lutz 03.06.2025





Zinsen EUR: Thesen

- *Die europäische Teuerung dürfte in den nächsten Monaten gemäss unseren Vorläufern unter 2% verbleiben, macht die Iran-Krise einen Strich durch die Rechnung?*
- *Unsere Vorläufer für das Lohnkostenwachstum sehen stabil aus, dies spricht nicht für deutlich tiefere Leitzinsen*
- *Aktuell ist die Wirtschaft in der Eurozone faktisch in einer Rezession, die Wachstumstrends werden besonders in der Lokomotive Deutschland immer besorgniserregender*
- *Und dies trotz einer konstanten Ankurbelung durch immer tiefere Zinsen, weit unter dem nominellen Wachstum*
- *Das Sentiment beginnt sich zu verbessern, gekoppelt mit besseren Geldmengendaten, aber noch herrscht das Prinzip Hoffnung*
- *Die EZB hat Raum, die Zinsen weiter runter zu nehmen, Teuerung und Inflationserwartungen sind moderat*
- *Allerdings: Die Inflationserwartungen sind wieder über dem Notenbankziel*
- *Ohne angekündigten Fiskalimpuls wäre die EZB schon lange am cutten, die Bund-Zinsen wären deutlich tiefer:*
- *Es gibt eine grosse Bewertungsdifferenz zwischen unserem Zinsmodell und den effektiven Zinsen, die Wirkungen und Impulse des Fiskal-Pivots sind noch nicht in den Fundamentaldaten drin*
- *Die grosse Frage: Wieviel Mehrzinsen ist der Fiskalimpuls wert?*

Die europäische Teuerung dürfte in den nächsten Monaten unter 2% verbleiben

Die Vorläufer zeigen:

- Die europäische Teuerung ist unter 2% gesunken
- Die europäische Teuerung folgt dem U.S. CPI mit 3 Monaten Abstand; dies impliziert Inflationsraten für die kommenden Monate von unter 2%
- Die Energiepreise sind zuletzt wieder gestiegen, sowohl Öl, Gas, als auch Strom, das bedeutet Inflationsraten von 3-4%
- Auch die Lebensmittelpreise steigen wieder
- Die Lieferketten wirken für den unmittelbaren Teuerungsausblick noch disinflationär
- Auch das PPI wirkt disinflationär
- ❖ *„We expect inflation to dip slightly below the European Central Bank’s target this summer, driven by lower-than-expected energy costs and easing services inflation as wage pressures moderate. With growth weak and goods prices probably subject to disinflation as Chinese products find new markets, the ECB is likely to keep cutting.”
Bloom Economics*

„Die europäische Teuerung dürfte in den nächsten Monaten gemäss unseren Vorläufern unter 2% verbleiben, macht die Iran-Krise einen Strich durch die Rechnung?“

Das Lohnkostenwachstum dürfte auf hohen 3% hängen bleiben in den nächsten zwei Quartalen

Die Vorläufer zeigen:

- Die Lohnkosten folgen mit zwei Quartalen der Teuerung und damit kann man für die Lohnkosten der Eurozone wohl Entwarnung geben
- Hingegen hält die tiefe Arbeitslosenrate das Lohnwachstum oben
- Der Indeed Wage-Tracker und die Taylorregel sprechen für stabil hohes Lohnkostenwachstum
- Das Sentiment in der Wirtschaft, ebenso der Leading Indicator deuten auf ein Abgleiten
- Insgesamt ergibt sich ein Bild von nur zögerlich fallendem Lohnkostenwachstum bei 3% für die nächsten zwei Quartalen

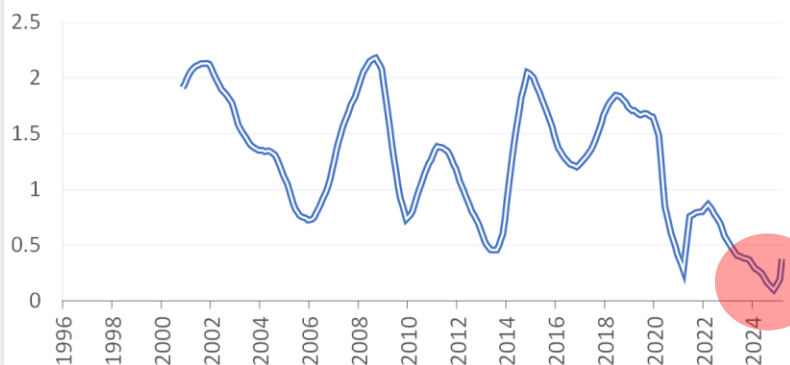
„Unsere Vorläufer für das Lohnkostenwachstum sehen stabil aus, dies spricht nicht für deutlich tiefere Leitzinsen“

Europa hat ein Wachstumsproblem...

Das Wachstum ist zu gering, ein kräftiger Impuls wird kommen, aber wird er transformativ?

- Besonders düster sieht der Vergleich mit den USA aus:
- ❖ „In Europa ist Stillstand des BIP längst Realität. Um gerade einmal 6% ist der EU-Output seit 2019, dem Jahr vor Covid, gewachsen, und in (..) Deutschland, sogar überhaupt nicht. Dagegen stehen rund 12% kumuliertes BIP-Wachstum in den USA, und das trotz der steilsten Zinsanhebungen des Fed seit 1980. Wenn also bisher eine bemerkenswerte Resilienz der US-Wirtschaft zu konstatieren und die drohende Rezession keineswegs ausgemacht ist, beruhen die Wachstumsperspektiven in Europa bis dato auf dem Prinzip Hoffnung. Unterfüttert wird Letztere durch die Hinwendung zu einer deutlich expansiveren Fiskalpolitik, die schon in diesem Jahr mehrere Zehntel zum BIP-Wachstum beitragen könnte. Aber reicht das, um ein günstigeres Makroumfeld zu erzeugen?“ Martin Lück in The Market
- Die PMI sind noch nicht angesprungen: Und hinzu kommen noch die Tarife!
- ❖ „The growth outlook is more worrying. The flash May composite euro area purchasing managers survey showed the first drop this year below the 50 growth/contraction line to 49.5. Germany could well chalk the third successive year in recession and that's before tariffs became the talk of the town. (..) The wider euro area economy is stuttering, as shown by the April ECB bank lending survey, with loan demand decreasing again and credit standards tightening in most areas, with conditions expected to worsen.“ Marcus Ashworth 5/2025

DE WACHSTUM REAL
LAUFENDER 5Y-DURCHSCHN.

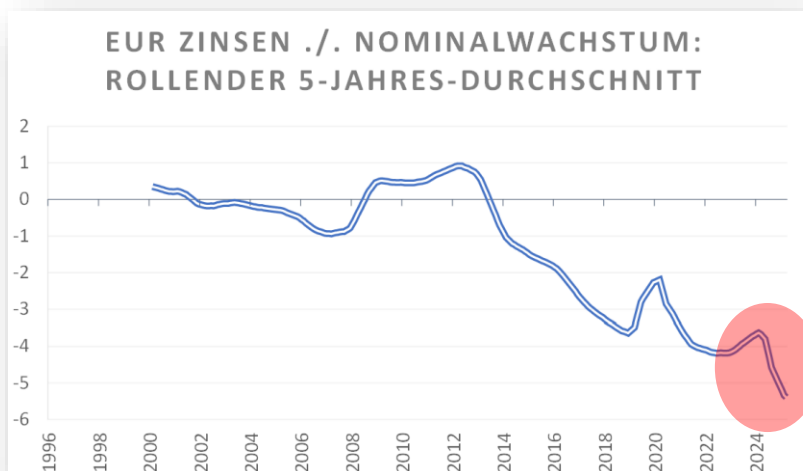


„Aktuell ist die Wirtschaft in der Eurozone faktisch in einer Rezession, die Wachstumstrends werden besonders in der Lokomotive Deutschland immer besorgniserregender“

..und dies trotz immer tieferen Zinsen

xxx

- Wie in den USA sind die Zinsen auch in Europa deutlich unter das Nominalwachstum gerutscht
- Nehmen wir die Differenz von Zinsen und Wachstum, glätten wir diese durch einen rollenden 5-Jahres-Durchschnitt, dann sehen wir folgendes: Im Jahr 2000 fiel der Graph erstmals unter die Null-Linie, und der Trend fällt immer schneller
- Verglichen zu den USA hat die Eurozone weniger schuldenfinanzierte Nachfrageimpulse gesetzt
- Das mag fiskalisch diszipliniert erscheinen, hat aber dazu geführt, dass die konjunkturelle Erholung – insbesondere nach der Eurokrise – gedämpfter verlief als in den USA. Auch in der COVID-Krise fiel die fiskalische Reaktion in Europa zurückhaltender aus.
- Die Verschuldungsschere verglichen zu den USA ist massiv aufgegangen
- Aber die Zahl der Eurozone ist nur ein Durchschnittswert, es maskiert punktuelle Schwächen wie Frankreich und Italien



„Und dies trotz einer konstanten Ankurbelung durch immer tiefere Zinsen, weit unter dem nominellen Wachstum“

Europa muss sein Wachstum selber bauen, es gibt keine externe Hilfe

- Aus den USA drohen Zölle
- Aus China kommt eine Welle von billigen Gütern, die nicht mehr nach den USA geschickt werden können:
- ❖ *„Europa würde Peking sicherlich mehr Vertrauen entgegenbringen, würden Unternehmen aus China in grösserem Masse auf dem alten Kontinent investieren und Arbeitsplätze schaffen, so wie europäische Firmen dies im Reich der Mitte tun. Doch bis jetzt ist das Gegenteil der Fall. Im Jahr 2023 fiel das Engagement chinesischer Firmen in der EU und Grossbritannien auf 6,8 Milliarden Euro. So wenig investierte das Reich der Mitte zuletzt im Jahr 2010.“ Matthias Kamp 5/2025*
- Aber die Hoffnung für ein solides Wachstum bestehen
- ❖ *“A longstanding manufacturing malaise is partly to blame, though a push by Germany’s new government to overhaul ageing infrastructure and rebuild the military should provide support in the years ahead. In the region’s biggest economy, such hopes appear to be bearing fruit, with a separate reading from the Ifo institute showing a stronger-than- anticipated increase in expectations.” Mark Schroers 5/2025*
- ❖ *“The latest tariff news flow will do little to alter the structural shift in policymaking in Europe, in our view, characterised by a pivot toward greater ‘strategic autonomy’ (particularly concerning defence). We continue to expect this structural shift to result in higher growth, inflation and policy rates in the eurozone medium term.” BNP 5/2025*

„Das Sentiment beginnt sich zu verbessern, gekoppelt mit besseren Geldmengendaten, aber noch herrscht das Prinzip Hoffnung“

Damit sich bezüglich des Wachstums etwas ändert, braucht es die Kapitalmarktunion:

- ❖ *„Vor allem aber braucht es einen stärkeren europäischen Kapitalmarkt. Das ist Europas grösster Nachteil gegenüber den USA.“ Peter Voser 3/2025*
- ❖ *„Ich denke, dass der geopolitische Druck die europäischen Politiker dazu zwingen wird, endlich die Vollendung des Binnenmarktes voranzutreiben. Lesen Sie dazu den Bericht von Enrico Letta. Er konzentriert sich auf Sektoren wie Telecom, Energie oder Finanzdienstleistungen. Ein chinesisches Telecom-Unternehmen hat 400 Mio. Nutzer, ein amerikanisches hat 120 Mio. und ein europäisches hat 10 Mio. Das sind gute Unternehmen, denen es wegen der Kleinteiligkeit Europas an Skaleneffekten fehlt. Wenn sich Europa einen Ruck gibt, könnten wir eine Welle von Fusionen und Übernahmen sehen. Erst zum Schluss, zusätzlich zu diesen drei Punkten, können Sie auch die Wende der deutschen Fiskalpolitik als bullishes Argument nehmen.“ Marko Papic 3/2025*

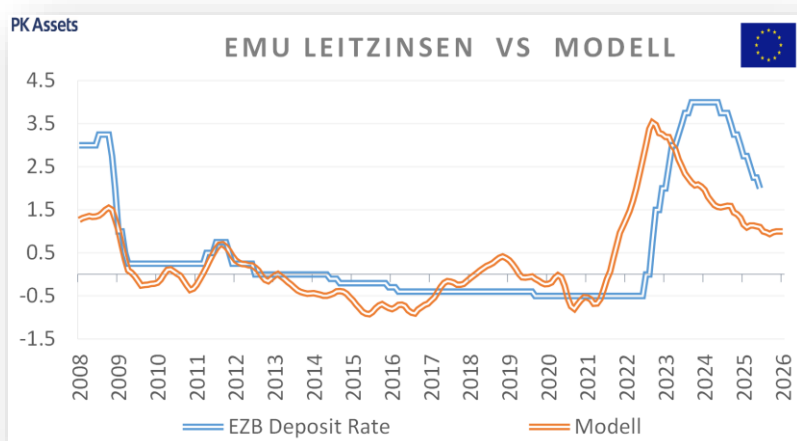
Die EZB kann die Zinsen weiter runter nehmen

Unsere Benchmarks zeigen:

- Wenn wir unsere Modelle für die Teuerung und die Lohnkosten für die Eurozone verbinden, dann hat die EZB noch Raum für weitere Zinsreduktionen
- Die Inflationswaps für verschiedene Laufzeiten implizieren ebenfalls mehr Leitzinsreduktionen
- Gemäss Taylor-Regel sind die aktuellen Leitzinsen akkurat

Alles andere ist: Hoffnung

❖ „We now forecast 50bp of hikes in H2 2026 due to stimulus boosting price pressures.“ BNP 3/2025

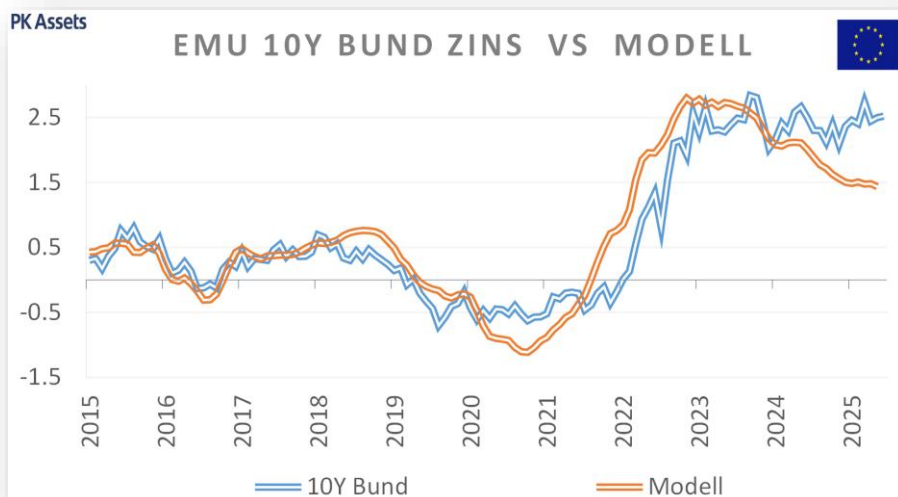


„Die EZB hat Raum, die Zinsen weiter runter zu nehmen, Teuerung und Inflationserwartungen sind moderat, allerdings: Die Inflations-Breakevens 5/5 sind nach wie vor über 2%“

Ohne angekündigten Fiskalimpuls wäre die EZB schon lange am cutten, die Bund-Zinsen wären deutlich tiefer

Unser Modell zeigt denn auch eine grosse Bewertungsdifferenz

- Unser bullishes Leitzinsmodell bedeutet auch tiefere Kapitalmarktzinsen
- Die Inflationswaps machen leicht tiefere Kapitalmarktzinsen machbar
- Die Bilanz der EZB wird nicht mehr kleiner, das nimmt Aufwärtsdruck auf den Bund raus
- Trotzdem bleiben die Zinsen oben
- Grund ist natürlich die Kehrtwende in der Fiskalpolitik
- Dieser Fiskalimpuls muss aber erst noch geplant, bewilligt und umgesetzt werden



„Ohne angekündigten Fiskalimpuls wäre die EZB schon lange am cutten, die Bund-Zinsen wären deutlich tiefer: Es gibt eine grosse Bewertungsdifferenz zwischen unserem Zinsmodell und den effektiven Zinsen, die Wirkungen und Impulse des Fiskal-Pivots sind noch nicht in den Fundamentaldaten drin. Die grosse Frage: Wieviel Mehrzinsen ist der Fiskalimpuls wert?“



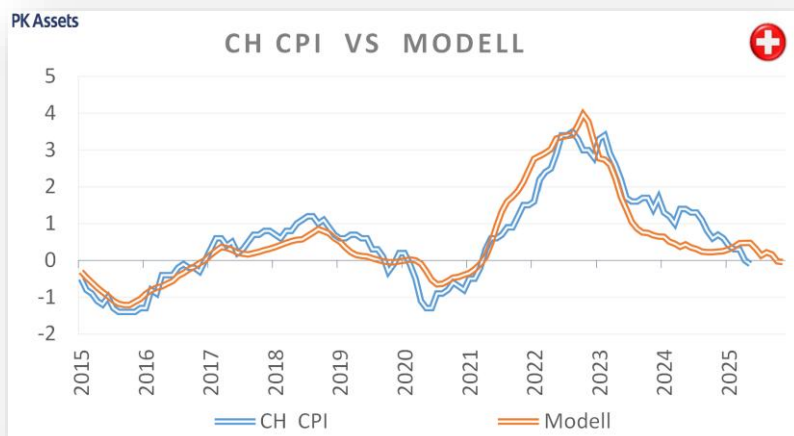
Zinsen CH: Thesen

- *Es verdichtet sich ein Bild von Null Teuerung, allerdings ist ein deflationärer Zusammenbruch nicht in den Vorläufern eingebaut*
- *Deflations-Alarmismus ist kaum angebracht, die Kernteuerung ist noch positiv, die reale Aufwertung des CHF moderat*
- *ZIRP ist gemäss Reaktionsfunktion der SNB der letzten Jahre nachvollziehbar, das heisst aber nicht notwendigerweise, dass es sinnvoll ist*
- *Wie in den USA und Europa existiert ein klarer Trend zu immer tieferen Zinsen, wenn man das nominale Wirtschaftswachstum als Gradmesser nimmt. Sind diese dauerhaft extrem tiefen Zinsen zum Nulltarif (Free Lunch) zu haben?*
- *Es gibt erhebliche Zweifel bezüglich des Kosten/Nutzen-Profiles von Negativzinsen*
- *Der Eidgenosse sieht fair gepricing aus, der Zinsmarkt könnte den Eidgenossen testen, sollte es zu hohen Zöllen kommen, für die Schweiz und/oder für Europa*

Die importierte Deflation drückt das CPI

Die Vorläufer zeigen:

- Das CH CPI folgt mit 3-4 Monaten demjenigen der Eurozone und der USA; dies spricht für eine Teuerung nahe dem Nullpunkt für die kommenden Monate
- Die importierte Inflation ist negativ, wirkt also deflationär
- Der PMI ist abwärtsgerichtet
- Die Lieferketten zeigen wieder leichten Aufwärtsdruck an
- Der KOF Leading Indicator ist schwach aber nicht zusammengebrochen
- Die Industrieproduktion hat einen Boost erhalten durch die Produktion vor den drohenden Tarifen
- Die Strompreise sind nach der Disruption der letzten Jahre fast wieder in einen zuvor normalen Bereich gefallen
- Es verdichtet sich somit ein Bild von Null Teuerung, allerdings ist ein deflationärer Zusammenbruch nicht in den Vorläufern eingebaut



„Es verdichtet sich ein Bild von Null Teuerung, allerdings ist ein deflationärer Zusammenbruch nicht in den Vorläufern eingebaut“

Keine Deflation sichtbar

Aber die Richtung scheint klar:

- ❖ *„Für die negative Inflation gibt es zwei Gründe. Erstens sanken die Erdölpreise gegenüber dem Vorjahr um 9,6 Prozent. Zweitens hat der Franken an Stärke gewonnen. Güter aus dem Ausland sind daher um 2,4 Prozent billiger geworden. Bei den Inlandgütern kann hingegen von Deflation keine Rede sein. Vielmehr haben sich die heimischen Güter um 0,6 Prozent verteuert. (..)“*
- ❖ *„Dass das Minuszeichen nicht überinterpretiert werden sollte, legen zwei weitere Beobachtungen nahe. Erstens ist die Inflation gegenüber dem Vormonat leicht gestiegen. Zweitens ist bei der Kerninflation, die den mittelfristigen Preistrend am besten abbildet, weil Güter mit starken Preisausschlägen (Nahrungsmittel und Energieträger) ausgeklammert sind, kein Abrutschen in den Minusbereich zu beobachten.“*
- ❖ *„Alarmismus ist auch mit Blick auf die Währungsentwicklung fehl am Platz. Zwar hat sich der Franken in den vergangenen Jahren nominal aufgewertet. Berücksichtigt man aber den inflationsbereinigten Wechselkurs, zeigt sich eine erstaunlich stabile Entwicklung. Eine starke Erosion der internationalen Wettbewerbsfähigkeit von Schweizer Exportfirmen fand somit nicht statt.“ Albert Steck 6/2025*

„Deflations-Alarmismus ist kaum angebracht, die Kernteuerung ist noch positiv, die reale Aufwertung des CHF moderat“

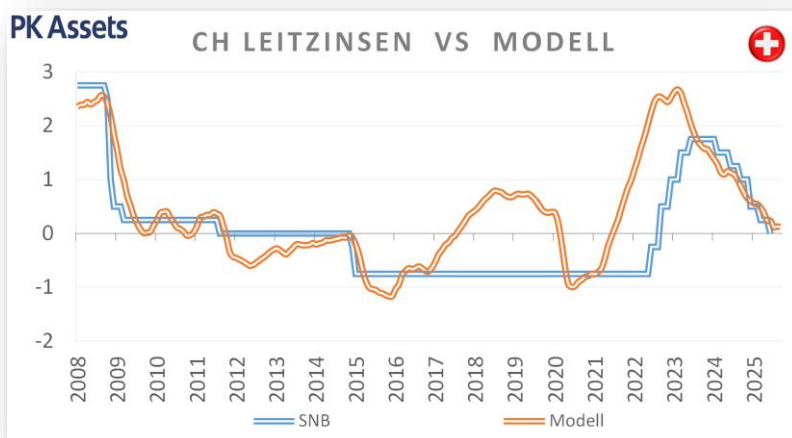
Leitzinsen bei Null entspricht der SNB-Reaktionsfunktion der letzten Jahre

Es fragt sich trotzdem, ob ZIRP Sinn macht, ist es doch ein Instrument, das für den Notfall vorgesehen ist

- Die SNB läuft nicht mehr der EZB hinterher, sie ist proaktiv geworden
- Die Teuerung, ob auf Stufe Kern- oder Total CPI ist abwärtsgerichtet
- Ebenso die Taylor-Regel, aber keineswegs auf den heutigen tiefen Niveaus der effektiven Leitzinsen
- Die Währung, sowohl EUR/CHF und REER zeigen fallende Tendenz für die Leitzinsen
- Die Arbeitslosenrate zeigt nach oben, und damit für die Leitzinsen nach unten
- Insgesamt sieht die Reaktionsfunktion der SNB, der Schritt auf Null, nachvollziehbar aus

Allerdings:

- Das Wirtschaftswachstum der letzten Jahre spricht nicht für NIRP, und schon gar nicht für ZIRP
- Während der Sparer ohnmächtig ist, verfügt die Exportwirtschaft über eine starke Lobby:
- ❖ „Bei einer weiteren Aufwertung des Frankens muss die SNB Negativzinsen prüfen. Ihr Mandat verpflichtet sie zur Preisstabilität, was eine Inflation zwischen 0 und 2 Prozent bedeute. Sollte die Teuerung dauerhaft unter null fallen, wäre dieser Auftrag nicht mehr erfüllt. Damit besteht die Gefahr, dass sich eine längerfristige deflationäre Entwicklung etabliert.“ Swissmem

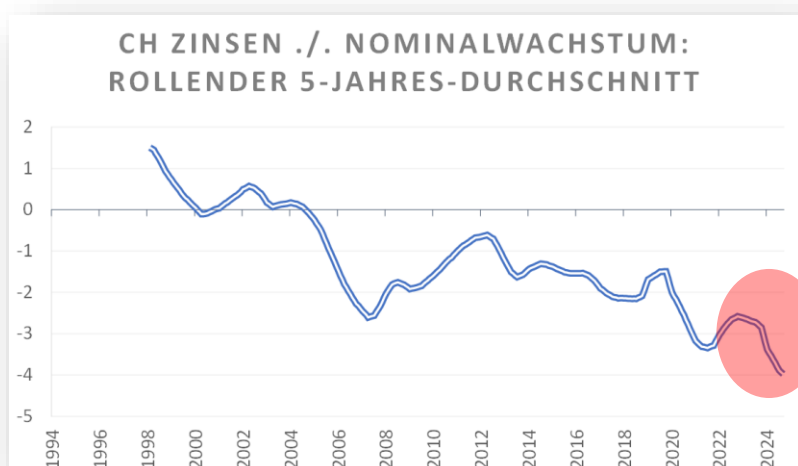


„ZIRP ist gemäss Reaktionsfunktion der SNB der letzten Jahre nachvollziehbar, das heisst aber nicht notwendigerweise, dass es sinnvoll ist“

Die grosse Frage ist: Sind die CH-Zinsen dauerhaft zu tief?

Wäre eine Verankerung auf höherem Niveau nicht sinnvoller?

- Wie in den USA und Europa sind die Zinsen auch in der Schweiz deutlich unter das Nominalwachstum gerutscht
- Nehmen wir die Differenz von Zinsen und Wachstum, glätten wir diese durch einen rollenden 5-Jahres-Durchschnitt, dann sehen wir folgendes: Im Jahr 2004 fiel der Graph erstmals eindeutig unter die Null-Linie, und der Trend fällt immer schneller
- Verglichen zu den USA und Europa hat die Schweiz weniger schuldenfinanzierte Nachfrageimpulse gesetzt
- Insofern ist ihr das Schicksal einer zu hohen Verschuldung erspart geblieben
- Aber zu tiefe Zinsen könnten wohlfahrtstechnisch längerfristig mehr Nachteile als Vorteile bringen



„Wie in den USA und Europa existiert ein klarer Trend zu immer tieferen Zinsen, wenn man das nominale Wirtschaftswachstum als Gradmesser nimmt. Sind diese dauerhaft extrem tiefen Zinsen zum Nulltarif (Free Lunch) zu haben?“

Ist der Leitzinszyklus am Ende oder kommen Negativzinsen?

Am Ende!

- Negativzinsen sind schädlich und unbeliebt, eine gewisse Hürde verbleibt
- Gesunder Menschenverstand: „Dass die Sparer dafür bezahlen müssen, wenn sie ihr Vermögen jemand anderem überlassen, widerspricht jeglicher Vernunft. Ebenso absurd ist die Vorstellung, dass die Schuldner von den Gläubigern Geld einkassieren können, wenn sie einen Kredit aufnehmen. (...) Ein positiver Zins ist so essenziell, weil er die Menschen dazu motiviert, heute auf etwas zu verzichten, um morgen mehr zu erhalten.“ Albert Steck 6/2025
- Kollateralschäden: „Der britische Finanzexperte Huw van Steenis hat Negativzinsen mit Steroiden verglichen: Kurzfristig pumpen diese die Muskeln auf und erhöhen die Leistung. Der Preis dafür ist allerdings eine Schwächung der Knochen sowie die Schädigung der Herzgefäße. Die Schweiz ist fit genug, dass sie auf solches Doping verzichten kann.“ Albert Steck 6/2025
- Ordnungspolitik: „Negativzinsen sind Totengräber des Kapitalismus.“ Thomas Straubhaar
- Negativzinsen waren früher ausser in Notfallsituationen Spezialsituationen undenkbar
- Das Wachstum ist seit geraumer Zeit gering, aber noch positiv, keine Depression!
- Negativzinsen führen zu Anlagenotstand in der Schweiz und erhöhen das Risiko einer Immobilienblase
- Wir befinden uns nicht in einer Eurokrise, zudem könnte der europäische Fiskalstimulus den Euro stützen
- Inflationserwartungen: „Zwar ist die Inflation im Mai erstmals seit über vier Jahren leicht negativ ausgefallen. Die SNB rechnet aber nicht damit, dass dies so bleiben wird. Ihre Prognose geht vielmehr davon aus, dass die Inflation beim derzeitigen Zinsniveau in den nächsten zwei Jahren wieder steigen wird, und zwar auf 0,5 Prozent im Jahr 2026 und auf 0,7 Prozent im Jahr 2027. Damit läge die Teuerung komfortabel im Zielbereich zwischen 0 und 2 Prozent.“ Thomas Fuster 6/2025
- ❖ Subventionismus „Die Grenzproduktivität des Kapitals in der Schweiz dürfte heute zwischen 2 und 3 Prozentpunkten pro Jahr liegen. Würde der Leitzins auf 0 Prozentpunkte p.a. gesenkt, würden Firmen, die Mühe haben, einen Kapitalertrag von 3 Prozentpunkten pro Jahr zu erreichen, noch mehr staatlich gefördert.“ Martin Janssen 6/2025
- ❖ Ungerecht: „Ein zu schwacher Franken ist gleichbedeutend mit einer Umverteilung von den Haushalten zu den Eigentümern von Exportfirmen.“ Martin Janssen 6/2025
- ❖ Ungeeignet: „Das Problem der SNB, der tiefere Inflationsdruck, ist primär auf zwei Faktoren zurückzuführen: den gesunkenen Ölpreis und den erstarkten Franken. Dass sich die Erdölnotierungen von der Zinssenkung der SNB beeindrucken lassen, darf ausgeschlossen werden. Und der erstarkte Franken? Auf diesen hat die SNB zwar Einfluss, am effizientesten steuert sie ihn aber über Interventionen am Devisenmarkt.“ Thomas Fuster 5/2025

Es kommen Negativzinsen!

- Devisenkäufe sind aktuell heikel
- Es kommt massiver Zollstress auf die Schweiz zu
- Tiefer Gleichgewichts-Zinssatz: „Die Inflationsepisode seit Sommer 2022 zeigt aber, dass Null- oder gar Negativzinsen in der Schweiz bei geringem Inflationsdruck oder schwacher Konjunktur zur neuen Normalität gehören dürften. Das hängt damit zusammen, dass der reale Gleichgewichtszins in der Schweiz derzeit wohl um null herum liegt. Dieser ist von der Entwicklung von Produktivität, Demografie und der internationalen Attraktivität der Währung abhängig. Nimmt man Inflationserwartungen in der Mitte des Zielbandes an, so käme somit der nominale neutrale Gleichgewichtszins bei etwa 1 Prozent zu liegen. Fällt die Inflation gegen null und ist das Wachstum schwach, muss sich die Notenbank mit Zinssenkungen dagegenstemmen. Droht die Inflation über 2 Prozent zu steigen oder die Konjunktur zu überhitzen, sollte die SNB mit Zinserhöhungen bremsen. Die nun erneut gelockerte Geldpolitik wirkt somit bereits recht expansiv. Sie impliziert aber auch, dass in der neuen Normalität ein negativer Leitzins nicht ausser Reichweite ist.“ Peter A. Fischer

Auch diese Stimmen gibt es, und sie sind bedenkenswert:

Zinsen zu tief, Franken zu tief

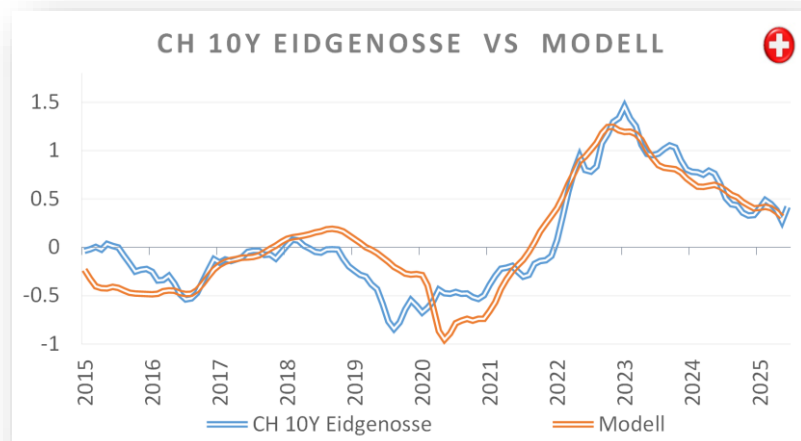
- Immigration: „Statt auf Teufel komm raus die Zinsen zu senken, sollte sie eine stärkere Aufwertung des Frankens zulassen. Zwar wird dies Kritik unter den Exporteuren hervorrufen. Tatsache ist allerdings: Real, unter Berücksichtigung der Teuerung, hat sich die Schweizer Währung seit den 1990er Jahren kaum mehr aufgewertet. Gleichzeitig hat die SNB die Interessen der Sparer zu lange vernachlässigt. (..) Die Überhitzung der Wirtschaft hat in der Schweiz zwar zu keiner Inflation geführt, dafür zu einer verstärkten Immigration. Folglich ist die Schweiz primär in die Breite gewachsen, während der Wohlstand pro Kopf stagnierte. Ohnehin ist die Schweiz mit ihrer Hartwährung gut gefahren. Jene Länder dagegen, welche ihre Währung konstant abgewertet haben, konnten ihre Exportfirmen nicht besser vor der Globalisierung beschützen – im Gegenteil.“ Albert Steck 6/2025
- Der emeritierte Finanzprofessor Martin Janssen hält einen solchen Schritt für falsch. Ihm erscheint vielmehr eine Erhöhung des Leitzinses notwendig, wie er in seinem Gastbeitrag auf finews.ch schreibt. „Ich finde eine weitere Senkung des Leitzinses falsch – (..) erscheint mir vielmehr eine Erhöhung des Leitzinses notwendig. (..) Es würde nicht schaden, läge die importierte Inflation bei -4 Prozentpunkten und die inländische bei 1 bis 2 Prozentpunkten pro Jahr. Das ist nicht, wie die SNB immer wieder behauptet, deflationär. Es würde der Schweizer Volkswirtschaft bei einer solchen Konstellation kurz-, mittel- und langfristig viel besser gehen. Und wir würden von den USA auch nicht wiederholt der Währungsmanipulation bezichtigt.“
- „Die Schweiz verfolgt aus meiner Sicht seit Jahren ein falsches Modell. Seit der Einführung der Personenfreizügigkeit mit der EU ist die Exportquote gemessen am Bruttoinlandprodukt von 55 auf 75 Prozent gestiegen. Trotz dem starken quantitativen Wachstum stagniert aber unser Wohlstand pro Kopf. Deshalb hätte die Nationalbank eine stärkere Aufwertung des Frankens zulassen sollen, um qualitatives anstatt Mengenwachstum zu fördern. Auch für die letzten beiden Zinssenkungen habe ich wenig Verständnis. Diese bringen der Wirtschaft kaum Vorteile, während die Sparer einmal mehr die Leidtragenden sind. Zudem führen zu tiefe Zinsen zu Fehlinvestitionen, die dann bei einer Krise als Eiterbeule aufbrechen.“ Felix Zulauf 4/2025

Der Eidgenosse sieht fair bewertet aus...

...mit erheblichen Risiken

- Unser Modell für die SNB-Leitzinsen zieht auch das Modell für die 10-Jahreszinsen nach unten
- Gemäss Modellen für den Bund sind die aktuellen Zinsen akkurat, gemäss Treasury zu tief
- Ein gewisses Chaos-Potential entfachen die Zölle:
- ❖ „We estimate that the Trump 2.0 tariff shock on Switzerland could reduce US demand for its goods by around 60%. Under this assumption, close to 1.9% of Swiss GDP would be at risk over the medium term, given the high share of its valued added exposed to US demand.“ Jean Dalbard 4/2025
- Entscheidend wird Europa:
- ❖ „Der Euro wurde in den Nullerjahren als Alternative gehandelt. Um in diese Rolle zu schlüpfen, müssten die europäischen Länder aber eine Kapitalmarktunion bilden. Und sie müssten die Wirtschaft dynamisieren, dafür sorgen, dass es mehr Anlagemöglichkeiten gibt.“ Yves Bozon
- ❖ „Entscheidend für die Schweiz ist die Entwicklung in Europa. Wenn die EU-Länder es ernst meinen mit der Zeitenwende und in den kommenden Jahren massiv in die Infrastruktur, in die Energie, in den Transport und in die Verteidigung investieren, dann wird das gleichgewichtige Zinsniveau im Euroraum höher sein als während der 2010er-Jahre, als viele Länder eine Sparpolitik verfolgten. In der Folge werden auch die Zinsen in der Schweiz steigen. Wenn die Zeitenwende aber in sich zusammenfällt, bleiben die Zinsen tief.“ Yves Bozon

«Ca. 0.8% des CH BIP basiert unmittelbar auf amerikanische Chemie- und Pharma-Importe. Ein 25%-Tarif würde diese Exporte um 60% fallen lassen, das würde 0.4% des CH BIP repräsentieren. Zuzüglich Probleme bei Zulieferern»



„Der Eidgenosse sieht fair geprice aus, der Zinsmarkt könnte den Eidgenossen testen, sollte es zu hohen Zöllen kommen, für die Schweiz und/oder für Europa“

[Home](#)[Firmenprofil](#)[Team](#)[Anlagephilosophie](#)[Track Records](#)[Marktanalysen](#)[ESG-Analysen](#)[Dienstleistungen](#)[Archiv](#)[Kontakt](#)[Links](#)

Marktanalysen

Hier finden Sie unsere regelmässig nachgeführten Marktanalysen.

Wir bieten Ihnen laufend Beiträge an in den Bereichen:

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

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

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

Sind Ratings prognostizierbar? [download](#)

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

Marktanalysen PK Assets AG:

Disclaimer [Download](#)

[Inputs Q2 2025](#)

Zinsen: Flagship-Präsentation [download](#)

The Market Kolumne: Thema: CLO [download](#)

The Market Kolumne: Thema: LTCM (Teil 1) [download](#)

The Market Kolumne: Thema: LTCM (Teil 2) [download](#)

Stagflation: Jetzt investieren in TIPS? [download](#)

[Inputs Q1 2025](#)

Zinsen: Flagship-Präsentation: Red Sweep! [download](#)

CLO: Perpetuum Mobile oder Potemkinsches Dorf? [download](#)

PK Assets in der Presse: Thema EURO [download](#)

The Market Kolumne: Thema: Private Market Bingo [download](#)

The Market Kolumne: Thema: Unternehmenanleihen: Zombifizierung? [download](#)

Interessanter Artikel zu Trump/Miran/Bessent [download](#)

Private Debt: Bevor Sie investieren: Fragen an den Anbieter: [download](#)

The Market Kolumne: Thema: U.S. Leitzinsen [download](#)

Währungen: Hohe Zinsen, hohe Teuerung, hohe Schulden: [download](#)



Jürg Lutz



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

Rechtlicher Hinweis / Disclaimer

Die in diesem Dokument veröffentlichten Präsentationen und Finanzanalysen (nachfolgend „Informationen“) dienen ausschließlich **Informationszwecken** und stellen **weder eine Anlageberatung, eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten** dar.

Keine Anlageberatung oder Empfehlung

Die bereitgestellten Informationen ersetzen keine individuelle Anlageberatung und berücksichtigen nicht die persönlichen Verhältnisse, finanziellen Verhältnisse oder Anlageziele der Nutzer. Vor jeder Anlageentscheidung wird empfohlen, eine qualifizierte Finanzberatung in Anspruch zu nehmen.

Keine Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität

Die Informationen basieren auf Quellen, die als zuverlässig erachtet werden. Dennoch übernehmen wir keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der bereitgestellten Inhalte. Analysen und Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern.

Risiko von Finanzanlagen

Investitionen in Finanzinstrumente sind mit Risiken verbunden, einschließlich des möglichen Verlusts des eingesetzten Kapitals. Frühere Wertentwicklungen oder Prognosen lassen keine verlässlichen Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu. Wir übernehmen keine Haftung für finanzielle Verluste oder andere Schäden, die aus der Nutzung der Informationen entstehen.

Interessenkonflikte

Unsere Analysten, Mitarbeiter oder verbundenen Unternehmen können in den in den Analysen erwähnten Finanzinstrumenten investiert sein oder mit diesen in Geschäftsbeziehungen stehen. Dies kann zu potenziellen Interessenkonflikten führen.

Kein Angebot, keine Aufforderung

Die bereitgestellten Informationen stellen kein Angebot zum Abschluss eines Vertrages und keine Aufforderung zur Abgabe eines Kauf- oder Verkaufsangebots dar. Die Inhalte richten sich nicht an Personen in Ländern, in denen die Bereitstellung oder Verbreitung solcher Informationen gegen geltendes Recht verstößt.

Haftungsausschluss

Wir haften nicht für direkte oder indirekte Schäden, Folgeschäden oder sonstige Verluste, die aus der Nutzung oder dem Vertrauen auf die veröffentlichten Informationen entstehen.

Änderungen und Verfügbarkeit

Wir behalten uns das Recht vor, die Inhalte jederzeit ohne vorherige Ankündigung zu ändern, zu ergänzen oder zu entfernen. Zudem übernehmen wir keine Garantie für die ständige Verfügbarkeit der Website oder der darin enthaltenen Informationen.