

Fixed Income 12/2023:

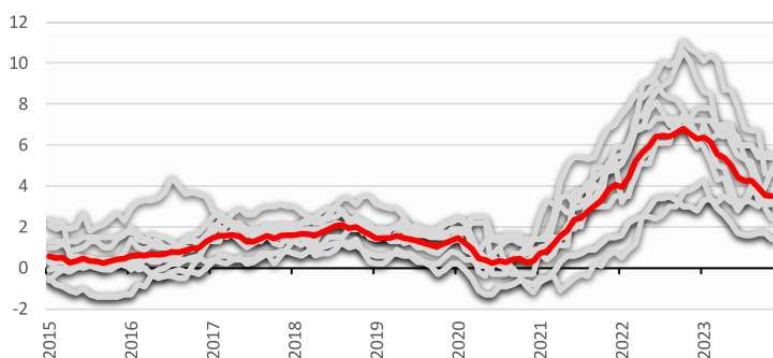
# Bonds: Der Bulle ist los!

*Script flips from «higher-for-longer = hard landing» to «Fed cuts = soft landing»*

Michael Hartnett 12/2023

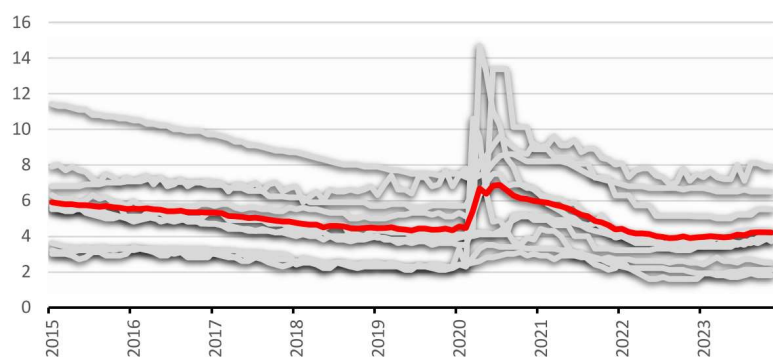
# Wo sind wir im Zyklus?

CPI (US,EU,CH,GB,CA,NO,SE,AU,NZ,JP,Mittel)



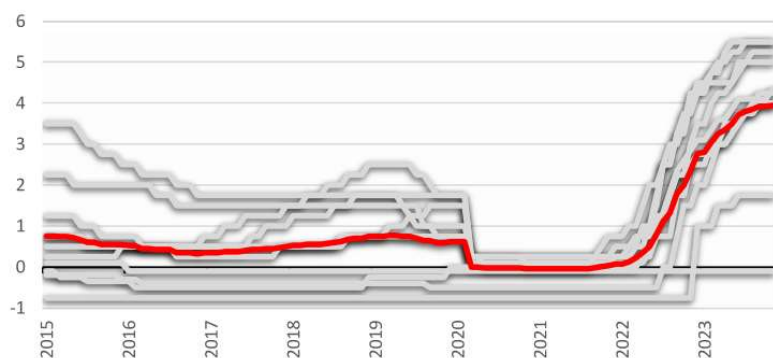
Die Inflation hat gedreht in den entwickelten Bondmärkten...

Arbeitslosenrate (US,EU,CH,GB,CA,NO,SE,AU,NZ,JP,Mittel)



..die Arbeitsmärkte bleiben stark, scheinen aber den Zenit überschritten zu haben...

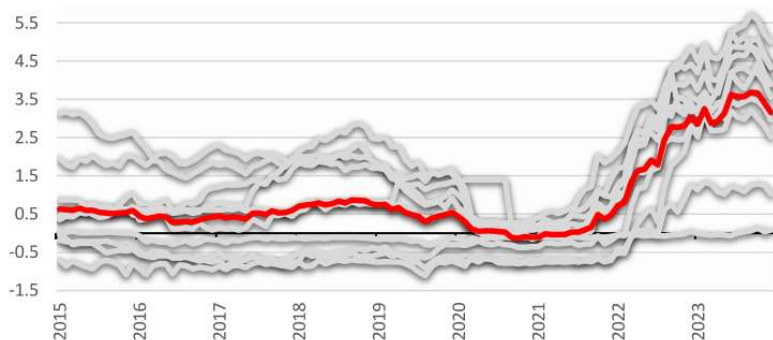
Leitzinsen (US,EU,CH,GB,CA,NO,SE,AU,NZ,JP,Mittel)



..und der Leitzins-Zyklus scheint auszutopfen

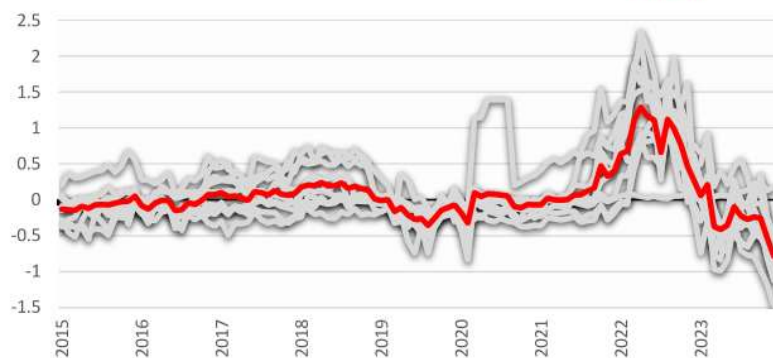
# Wo sind wir im Zyklus?

2Y GVT (US,EU,CH,GB,CA,NO,SE,AU,NZ,JP,Mittel)



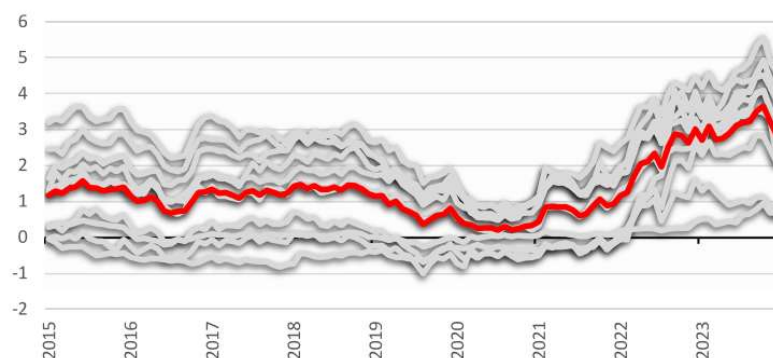
Die kurzen Zinsen drehen..

2Y ./ Leitzinsen (US,EU,CH,GB,CA,NO,SE,AU,NZ,JP,Mittel)



..es werden kräftige Leitzins-Reduktionen eingepreist..

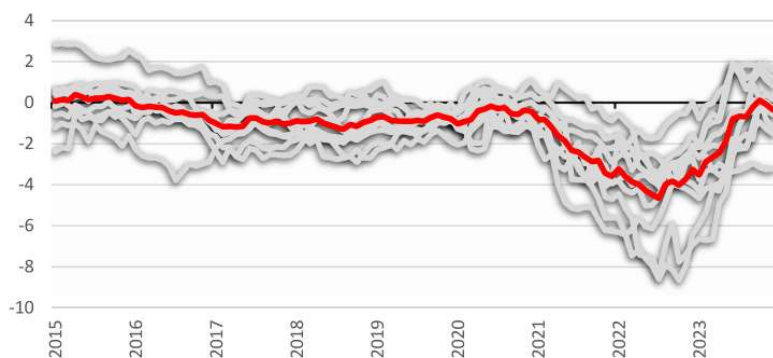
10Y GVT (US,EU,CH,GB,CA,NO,SE,AU,NZ,JP,Mittel)



..das Bond-Rally hat mit aller Macht angefangen!

# Wo sind wir im Zyklus?

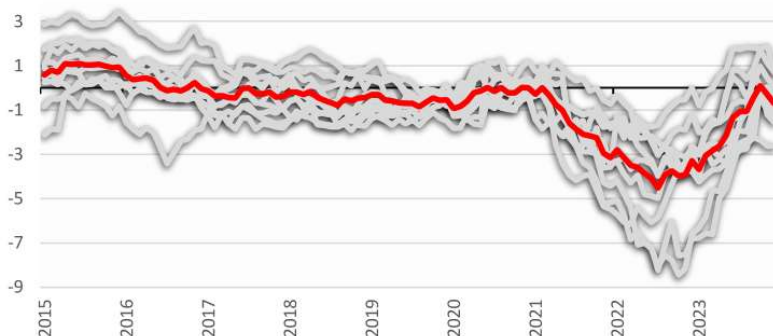
2Y GVT Real (US,EU,CH,GB,CA,NO,SE,AU,NZ,JP,Mittel)



Die Realzinsen sind zurück auf dem Stand vor Covid

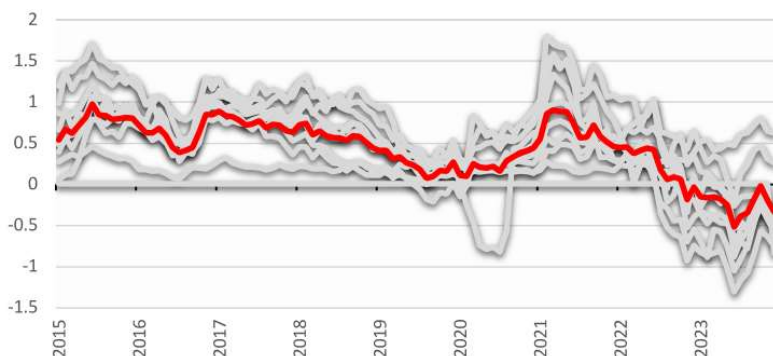
d.h. die ultra-expansive Phase negativer Realzinsen ist vorbei.

10Y GVT Real (US,EU,CH,GB,CA,NO,SE,AU,NZ,JP,Mittel)



Höhere Realzinsen sorgen für Wachstumsorgen, aber die erwartete Rezession ist nicht gekommen im 2023.

10/2-Kurve (US,EU,CH,GB,CA,NO,SE,AU,NZ,JP,Mittel)



Der für eine Rezession unausweichliche Re-Steepener in der Zinskurve wurde abrupt abgebrochen.

Wie in jedem Zyklus kommen Hoffnungen auf ein Soft Landing auf

# Wir schauen 3 Märkte genauer an:

## Leitmarkt USA:

- Wie nachhaltig ist das Dezember-Bond-Rally?
- Was kann schief gehen?
- Was bewegt den Bondmarkt aktuell?
- Was ist unsere Meinung dazu?
- Was **bewegt** den Bondmarkt strategisch?

## Eurozone:

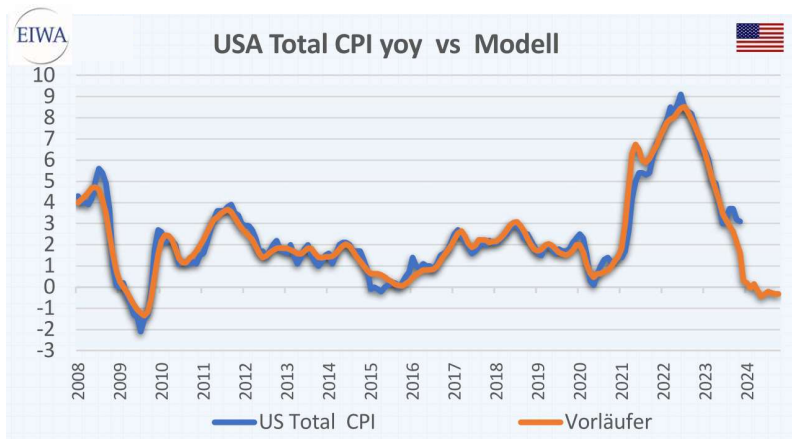
- Folgt die Eurozone dem Leitmarkt USA?

## CH:

- Kann der 10Y Eidgenossenzins noch weiter fallen?

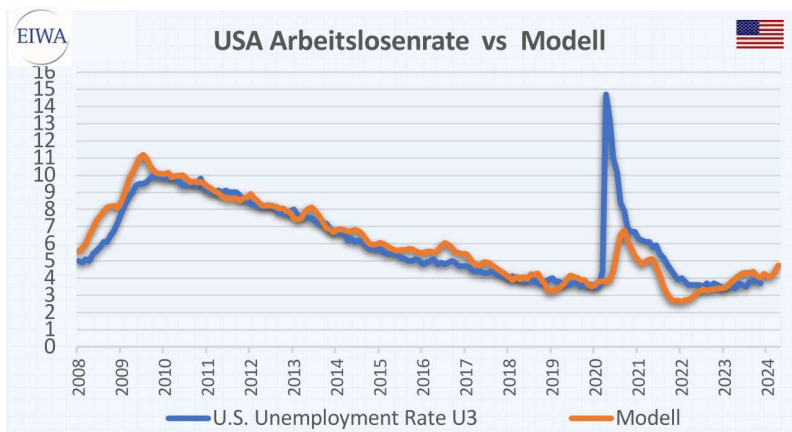


# Wie nachhaltig ist das Dezember-Rally?

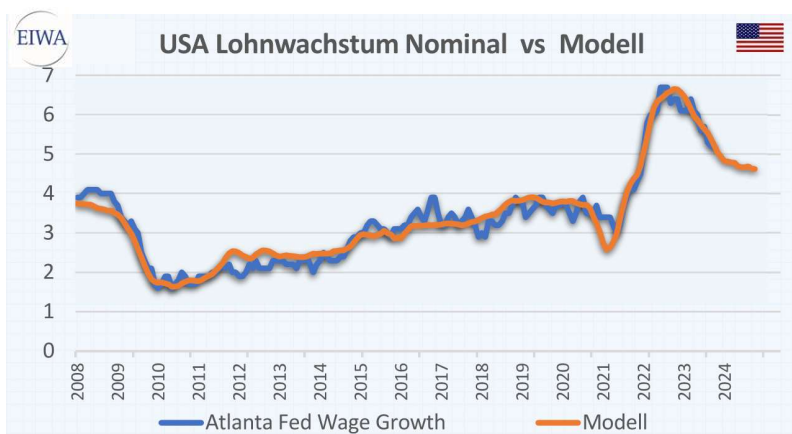


Die Ampel steht auf grün:

- Unser U.S. CPI-Modell für die nächsten Quartale ist super-bullish



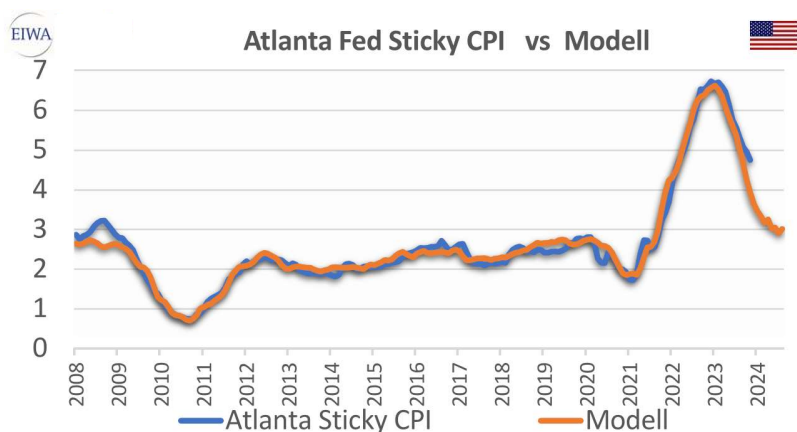
- Der Arbeitsmarkt bleibt gemäß unseren Vorläufern stark, ist aber sanft am drehen



- Keine Spur von einer Lohn/Preis-Spirale auszumachen, gemäß unseren Vorläufern für das Lohnwachstum

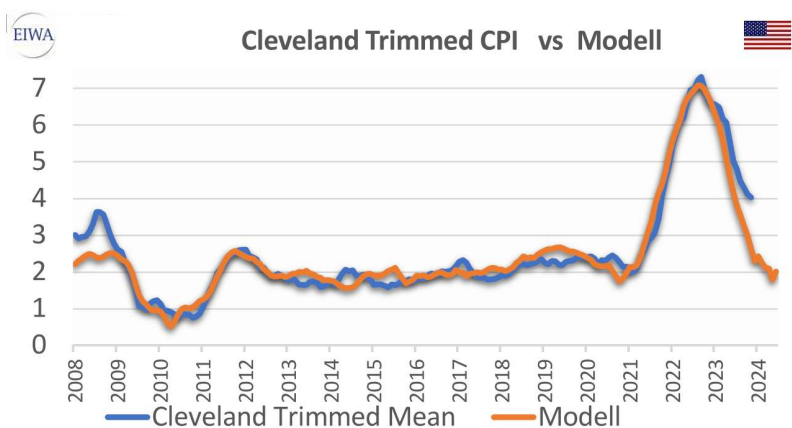
**Beste Voraussetzungen für tiefere Zinsen**

# Wie nachhaltig ist das Dezember-Rally?

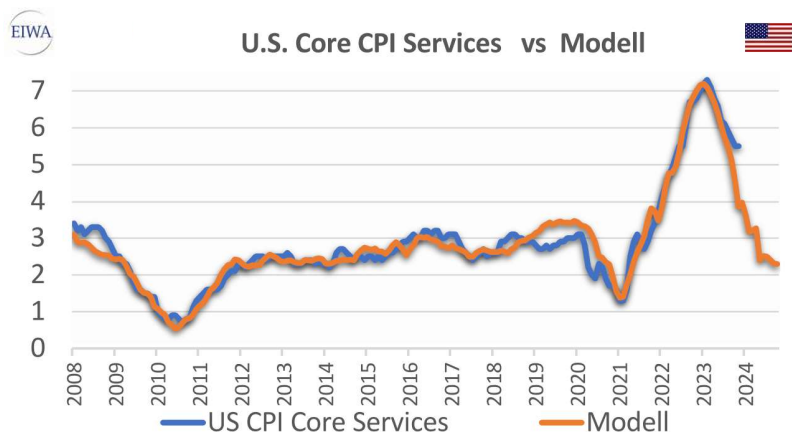


Es ist nicht nur das Total CPI, das sich gemäß unseren Modellen massiv abschwächt...

- ...sondern auch das Atlanta Sticky CPI...



- ...das Cleveland Trimmed CPI....

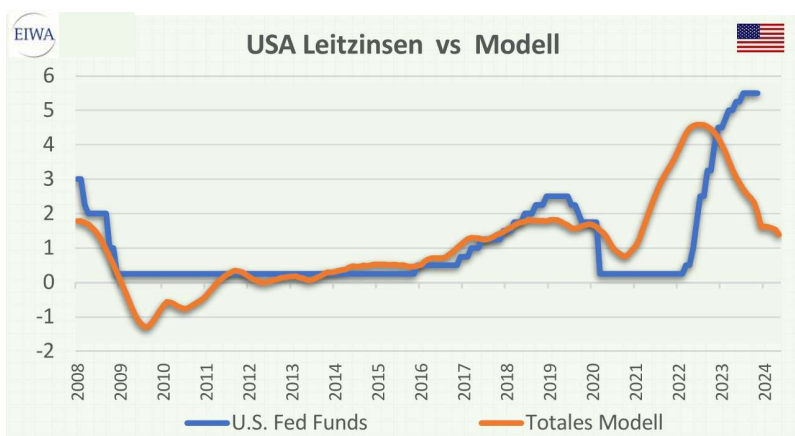


- ...und die Kernteuerung

Der Prognosehorizont in unseren Teuerungsmodellen ist gross genug für Optimismus tief ins 2024 hinein.

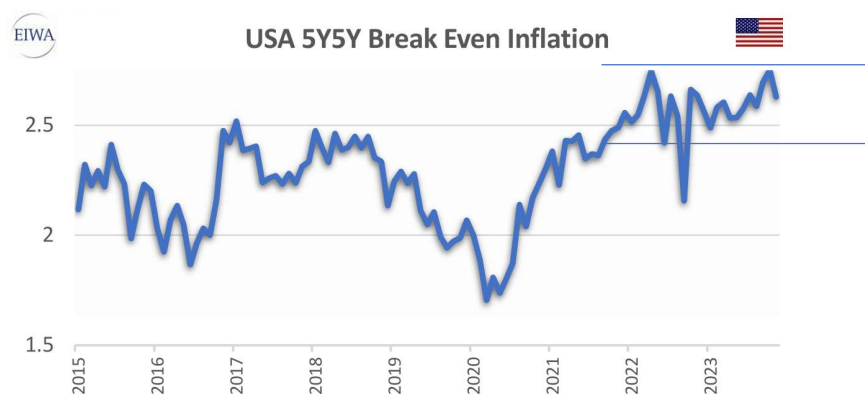


# Wie nachhaltig ist das Dezember-Rally?

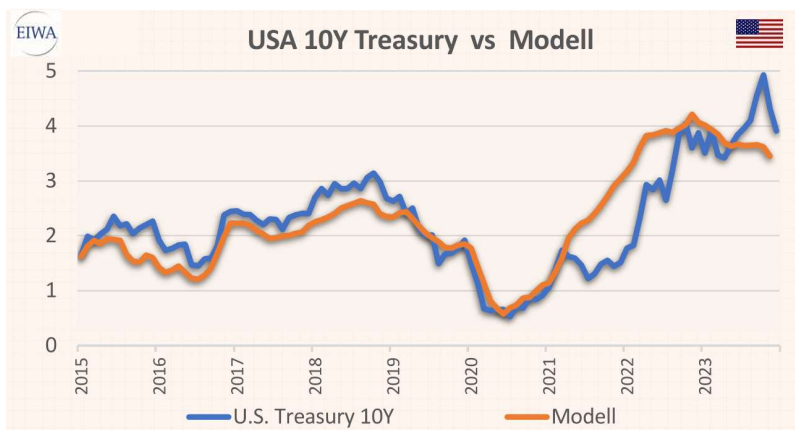


Deshalb: Wir glauben, das **Bond-Rally ist nachhaltig!**

- Unser **Leitzins-Modell** ist bullish...

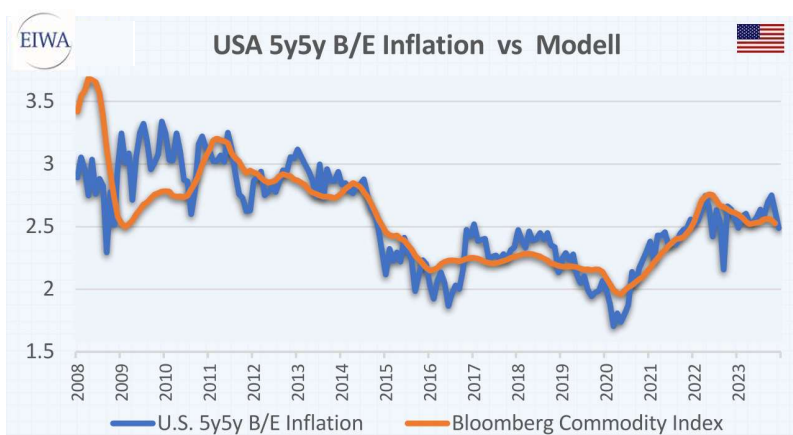


- ...die Breakeven **Inflationserwartungen** laufen seit längerem seitwärts, stören das Gesamtbild also nicht...



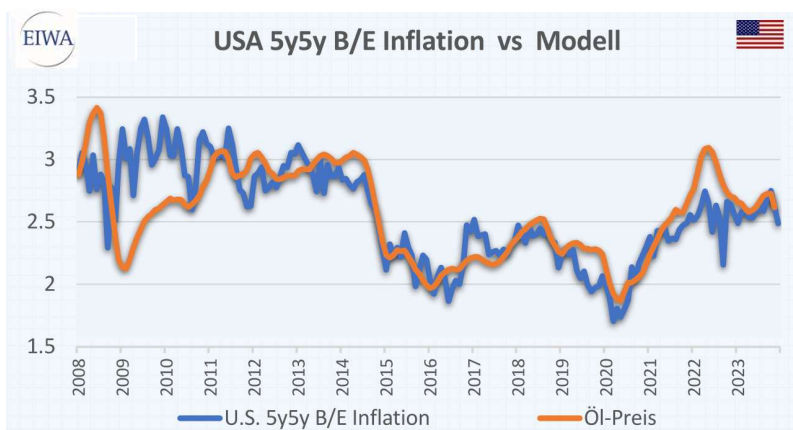
- ..und unser Zins-Modell kippt: **Wir bleiben bullish auf den 10Y-UST!**

# Was kann schief gehen?

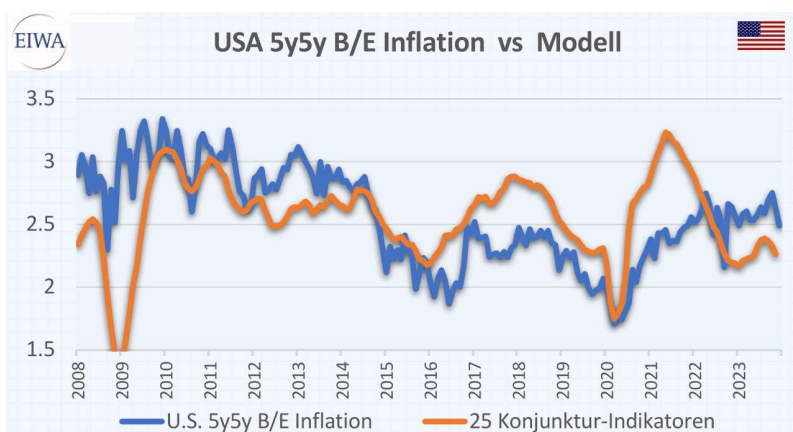


## Matchentscheidend: Die Inflationserwartungen

- Diese folgen den **Commodities...**



- ...insbesondere dem **Ölpreis**



- Sie sind aber auch korreliert mit einer Reihe von **Konjunktur-Indikatoren**

Wohin man schaut, wir sehen aktuell keine Gründe für höhere Inflationserwartungen

# Was bewegt den Bond-Markt aktuell?

Konsens: Der **Zinszyklus hat gedreht**: Wir sind einverstanden!

“It’s pretty clear at this point that the tightening cycle is over in many major economies, and the question of relevance has therefore pivoted to the timing and potential magnitude of rate cuts.”

Cameron Crise 12/2023

Die Zinsen sind **restriktiv**: Und die laufende Disinflation erhöht die Realzinsen in gefährliche Höhen

“Nach kumulierten Anhebungen von 5,25 Prozentpunkten (Pp) in den USA und 4,5 Pp in der Eurozone in weniger als zwei Jahren ist die Geldpolitik restriktiv genug, sodass keine weiteren Schritte mehr notwendig sind. (..) Nach der Pause ist vor der Senkung.”

The Market 11/2023

“The hard part is over. The odds of a recession are low. There’s no need for further rate hikes. And there’s still plenty of disinflation in store for 2024 due to falling rents, labor market balance, and supply chain healing.”

Jan Hatzius, Goldman Sachs 11/2023

“In the new year, expect the dovish cohort of the FOMC to focus on the fact that marginal drops in headline inflation actually mean that policy is getting more restrictive via the real funds rate, setting up the argument about when rates can be safely trimmed.”

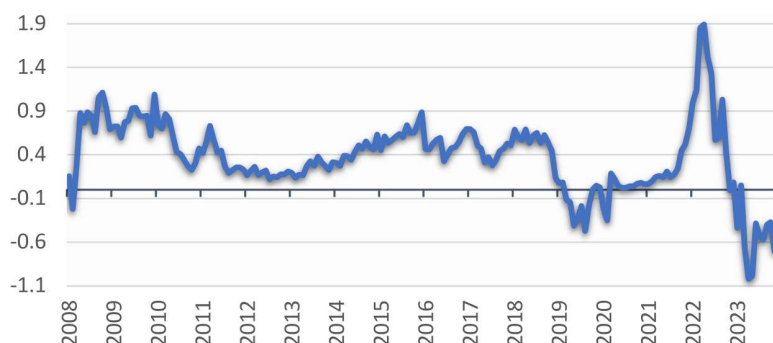
Cameron Crise 10/2023

“Core inflation is trending around 2.5%, and Fed Funds are still 5.25% - the gap is getting enormous, and hence policy ultra tight. Cutting rates here just maintains the same level of policy restrictions. In other words, the Fed doesn’t want real Fed Funds at 3%+ (too restrictive) but at 1-1.5% (mildly tight).”

Alfonso Peccatiello 10/2023

Die kurze End der Zins-Kurve zeigt die Richtung an: Die gesamte Zinseuphorie wurde aus dem Markt ge-priced

Zinskurve 2Y vs 3M



Und das längere Ende der Zinskurve zieht nach

“There is too much risk in the world to remain short bonds at current long term rates”

Bill Ackman 10/2023

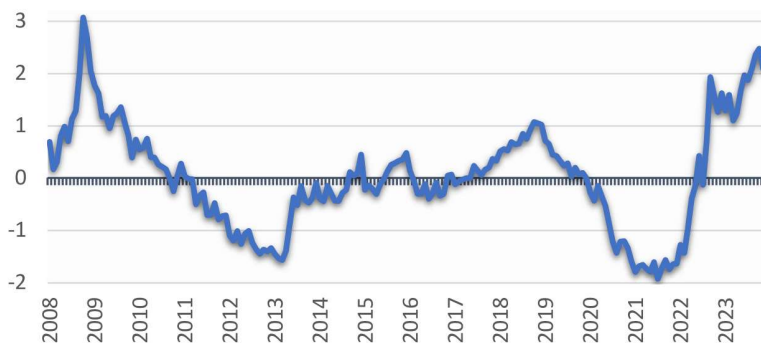
Das Momentum könnte sich noch erhöhen!

# Was bewegt den Bond-Markt aktuell?

Das **grosse Rätsel**: Warum ist die U.S. Wirtschaft so **resilient**?

Denn Fakt ist: Die **Realzinsen** sind enorm hoch!

U.S. 5Y Real TIPS Yield



“Mit der geldpolitischen Pause beginnt für die Börsen die Twilight Zone, ein Dämmerungszustand, in dessen Verlauf sich die Effekte der bereits vollzogenen geldpolitischen Straffung durch die reale Wirtschaft fressen. (..) m Grunde geht es um die Frage: Wird die Landung der Konjunktur tatsächlich so sanft, wie es die Märkte im Konsens derzeit erwarten?”

Mark Dittli / Michael Hartnett 11/2023

Ist es wirklich Resilienz, oder ist es wie so oft: Ein Time Gap?

“Investors should be careful about the idea that the economy has been “resilient” in the face of rising long-term interest rates. It’s not unusual for the economy to appear resilient as rates are rising.”

Jan Hussman 10/2023

Wie **instabil** das System durch hohe Zinsen geworden ist, weiss man immer erst nachher

“My main concern is that the instability of the complex system that we call the “financial market” features growing stress on a broad range of interconnected components, particularly across credit, debt, equity, and banking measures. In Buchanan’s words, these interconnected components create a “skeleton of instability.” There need not be a proportional relationship between the size of the last grain of sand, the length of the last straw, or the weight of the landing butterfly, and the extent of the catastrophe they provoke. When the bough breaks, my sense is that it may break abruptly.”

Jan Hussman 10/2023

Ist das Gerede von „Soft Landing“ das Gleiche wie „immer“: Hoffnung?

“Soft landing optimism is everywhere. That’s happened before. People are often sure that the economy is going to settle down gently right before it plunges into recession, a reason for caution and humility.”

Jeanna Smialek, New York Times, 7/2023

# Was bewegt den Bond-Markt aktuell?

Jedenfalls: Angesichts der Geschichte muss man sich fragen: Ist die aktuelle Situation „zu gut um wahr zu sein“?

“Die historische Erfahrung spricht in zweierlei Hinsicht eine deutliche Sprache. Erstens: Nach einem Zinserhöhungszyklus ist eine Rezession die Norm, nicht die Ausnahme. Seit 1965 kam es in den USA zu elf vom Fed ausgelösten Zinserhöhungszyklen, und in acht Episoden fiel die Wirtschaft in eine Rezession. Zweitens: Auch die Hoffnung auf eine sanfte Landung ist kein neues Phänomen. Sie ist die Norm.”  
Mark Dittli in The Market 11/2023

“After 7 months of pregnancy we don't hear parents saying it's less likely they will have kids. After 16 months of yield curve inversion and a late-cycle dangerous steepening instead we hear that the economy can handle all of this - you know: this time is different.”  
Alfonso Peccatiello 11/2023

## Anhänger der Soft Landing-Theorie haben statistisch keine guten Karten

““Soft landings are the holy grail of monetary policy,” Alan Blinder, former vice chair of the Federal Reserve and Princeton professor, wrote in a recent paper. They’ve been rare, but not as elusive as popularly believed, he went on, counting about five soft or “softish” landings since 1965.”  
Cameron Crise 12/2023

## Die Frage bleibt, ob jederzeit „etwas brechen“ könnte

“The four most expensive words in finance are: "this time is different". Look, history is pretty clear. When the Fed hikes aggressively something often ends up breaking - either in the economy or in markets. (..) back to the 1980s (..) all the instances in which the Fed hiked aggressively ended up with a big "ouch". The exception so far is 1995 - the only known soft landing in the entire post-WWII financial history for the US. Late-cycle it's pretty common to hear the "this time is different" calls: after all if a recession doesn't hit even 16 months after a persistent yield curve inversion and after 500+ bps Fed hikes people just throw the towel in.”  
Alfonso Peccatiello 11/2023

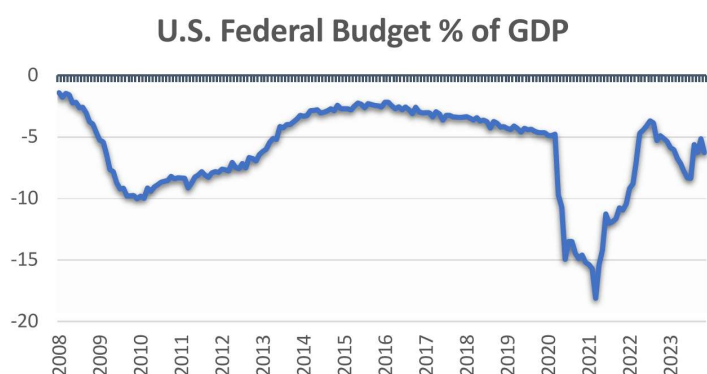
*“One of the interesting aspects of the current monetary cycle is that it hasn’t hit quite as hard as you’d expect given the low interest-rate regime that prevailed in most economies since the global financial crisis.”*

# Was bewegt den Bond-Markt aktuell?

Und **warum** ist denn nun die U.S. Wirtschaft so **resilient**?

Erstens: Die **Fiskalpolitik** pfuscht in die Geldpolitik:

## Die Fiskalexpansion um 2021 war so episch, dass der Konsument immer noch davon zehrt



“The stimulus cheques sent out by presidents Donald Trump and Joe Biden lifted real household disposable income in 2021 to 9.8% above its pre-pandemic 2019 level. By spreading out the spending of these cash injections over time, households raised their consumption further even when no further cheques were forthcoming in 2022 and 2023, while real disposable incomes fell back to their longer-run trend.” Holger Schmieding 11/2023

## Dieser Effekt ist jetzt langsam am auslaufen

“We now expect consumers will deplete excess savings in Q1 2024 rather than Q4 2023, on account of comprehensive revisions to the national accounts released 28 September. For most lower and middle-income households, the era of excess savings has already come to an end, the Fed’s latest distributional data suggest. Without excess savings, consumers face the prospect of running down ‘normal’ savings, increasing borrowing, or slowing spending growth. We think consumers will ultimately be pressured to slow their spending growth as labor market conditions soften.”

BNP Paribas 10/2023

## Aber auch heute noch ist die Fiskalpolitik enorm expansiv

“Fiscal policy is very substantially easier than it was at the peak of any prior Fed cycle; the average budget deficit as a percentage of GDP at the time of the final Fed hikes in 1995, 2000, 2006, and 2018 was 1.6%. In the third quarter of this year, it was 6.3%. It kind of makes sense, therefore, that monetary/financial tightening should offset that given the ongoing goal of inflation reduction. (..) on an absolute basis financial conditions don’t look extraordinarily tight for where we are in the cycle, particularly given the government’s fiscal indiscipline.”

Macro Man 11/2023

## CHIPS, IRA etc lindern die Schmerzen hoher Zinsen

“For many businesses, the tax incentives under the CHIPS and Science Act and the Inflation Reduction Act more than offset the drag from higher interest rates”

Holger Schmieding

# Was bewegt den Bond-Markt aktuell?

Zweitens: Die **Angebotslücke** auf dem **Arbeitsmarkt** stützt den Konsum:

“One of the most surprising developments over the Fed’s hiking cycle has been the steady downward trend in job openings from its recent peak, with no drastic increase in the unemployment rate,” Barclays PLC strategist Colin Johanson wrote. “This suggests a relatively painless easing of excess demand pressures in the labor market, with little cost of reducing job openings in terms of higher unemployment.”

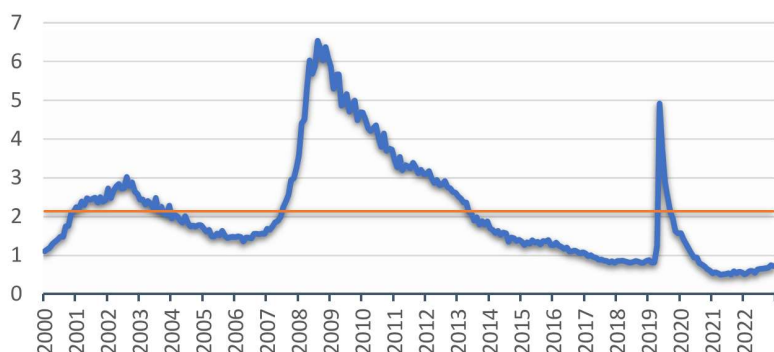
John Authers 12/2023

Und ein Crash auf dem Arbeitsmarkt ist überhaupt nicht auszumachen: Er entschärft sich langsam, ohne grossen Schaden zu verursachen

“There were 8.7 million job openings at the end of October, the lowest level since March 2021. Yet job openings are still up 22% from pre-pandemic levels. The ratio of job openings to unemployed workers, a much-cited metric of labor market tightness, dropped to its lowest level since August 2021. Meanwhile, hiring, quitting, and layoffs were essentially unchanged over the month, suggesting that the labor market is starting to settle down and not fall off a cliff. This report should bring abundant holiday cheer as the probability of a soft landing continues to rise. (..) A decline in openings without a spike in layoffs represents a relatively painless rebalancing between labor supply and labor demand. (..) It is no longer a moderating labor market: It is a market that has moderated. (..) And while employers may be somewhat more reluctant to make new hires, they’re also reluctant to let go of their current employees. (..) The slowdown in the US labor market hasn’t been painless and many workers seeking a new opportunity are having a harder time finding work. However, the current state of the labor market suggests no further recalibration is necessary to bring the labor market back into balance. It’s already there.”

Nick Bunker 12/2023

**U.S. Arbeitslose pro offene Stelle**



*“the labor market is still strong in terms of the amount of job openings out there, but it's less overheated and it's closer to normal, although still not back to where it was before the pandemic.”*

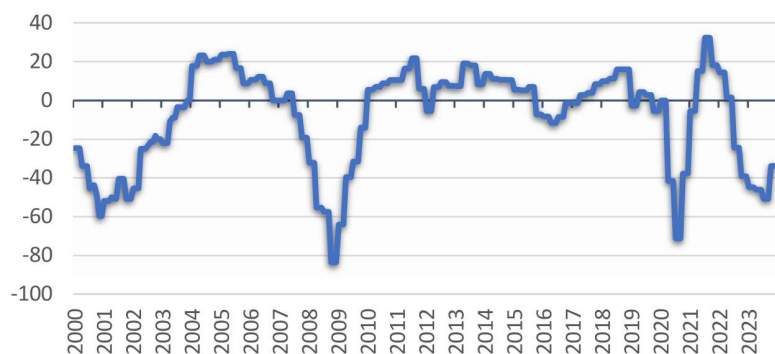
# Was bewegt den Bond-Markt aktuell?

## Drittens: Es wäre zwar alles angerichtet für einen **Credit Crunch**...

“The Fed’s latest Senior Loan Officer Opinion Survey (SLOOS) supports the notion that past policy tightening is still filtering through the US economy, leaving intact our view that additional policy rate increases will not be needed. The Q3 SLOOS indicated that banks continued to tighten lending standards (albeit at a slightly lower intensity) across loan categories. The data is consistent with the Fed acknowledging “tighter financial and credit conditions” as factors likely to weigh on activity and inflation ahead in its latest policy statement. Consumer lending saw the most noticeable tightening in standards across categories, with demand for both residential mortgage and credit card loans deteriorating compared with Q2.”

BNP Paribas 11/2023

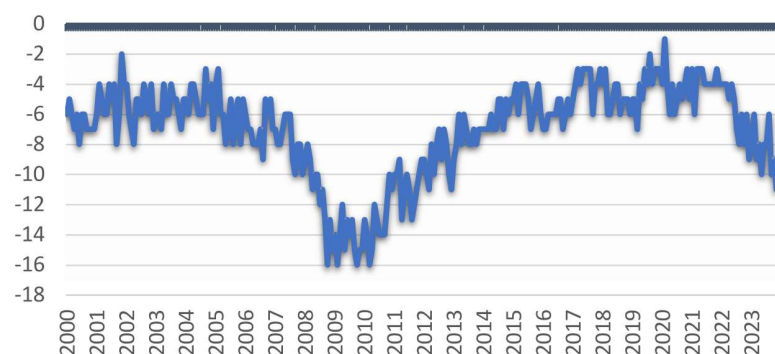
### U.S. Senior Loan Net Easing



“The credit crunch is very very evident in Nov NFIB survey”

Michael Hartnett 12/2023

### KMU erwartete Credit Conditions

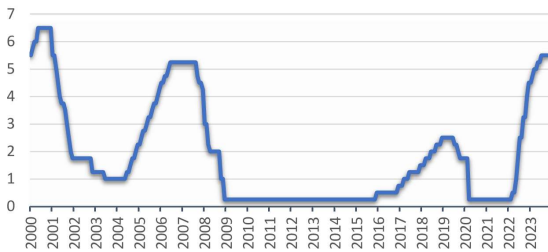




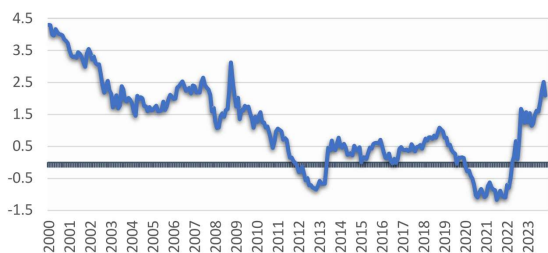
# Was bewegt den Bond-Markt aktuell?

...nur sind die **Financial Conditions** viel zu wenig restriktiv für einen System-Absturz

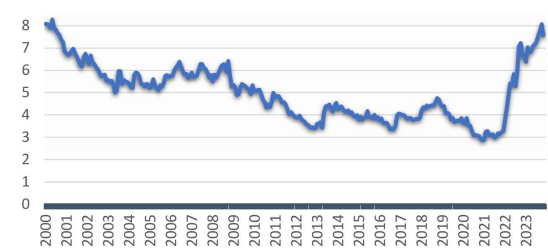
U.S. Leitzins



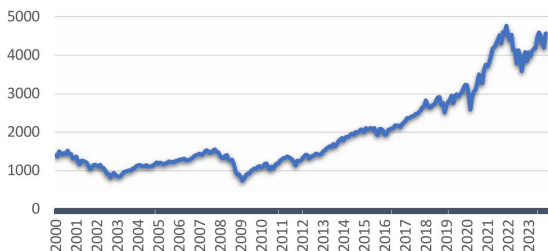
U.S. 10Y Real Yield



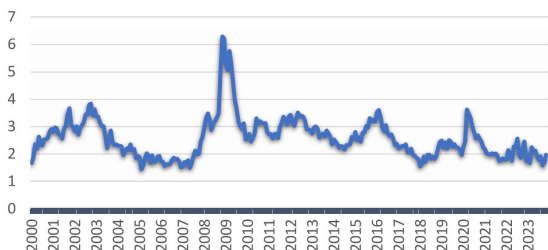
U.S. 30Y Mortgage



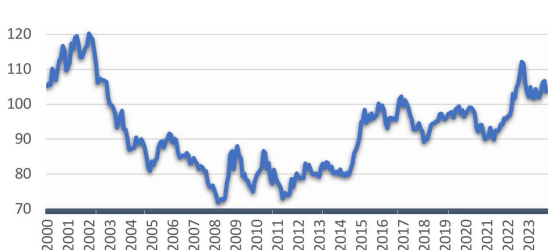
S&P 500



U.S. BBB-Spread



Dollar Index



Ja, Leitzinsen sind hoch

Ja, 10Y Realzins ist hoch

Ja, Hypozins ist hoch

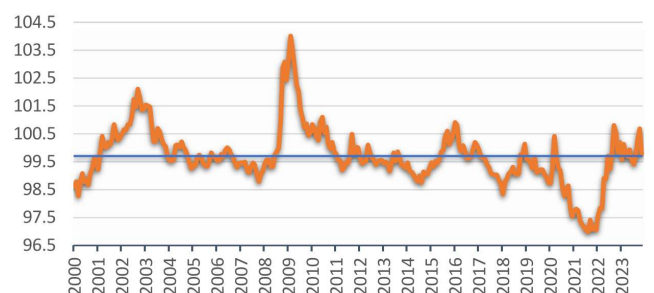
Nein, Aktien boomen

Nein, Spreads sind tief

Nein, Dollar steigt nicht mehr

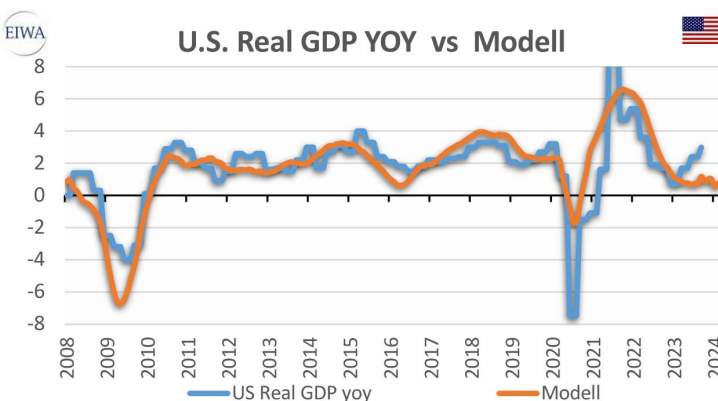
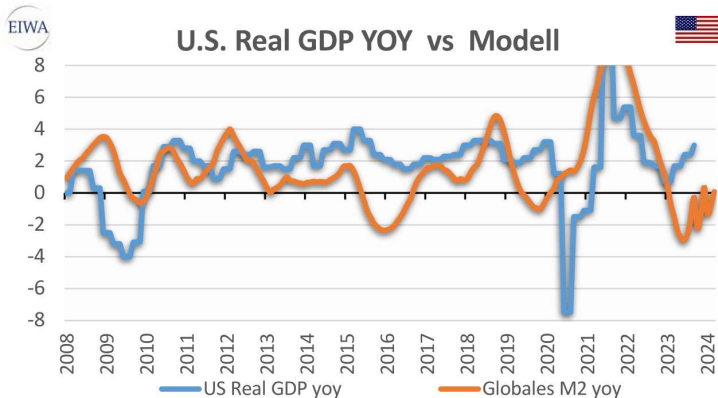
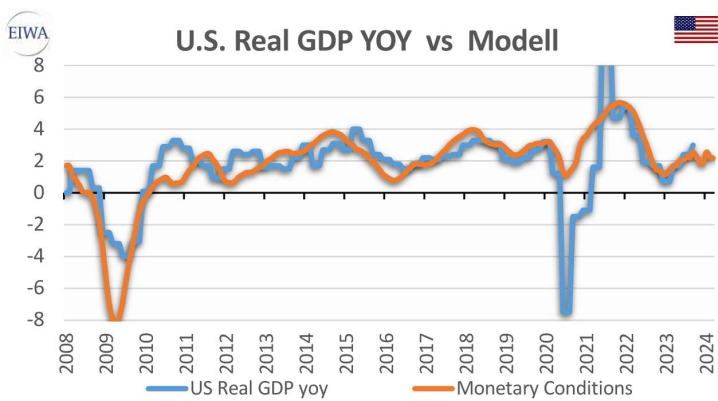
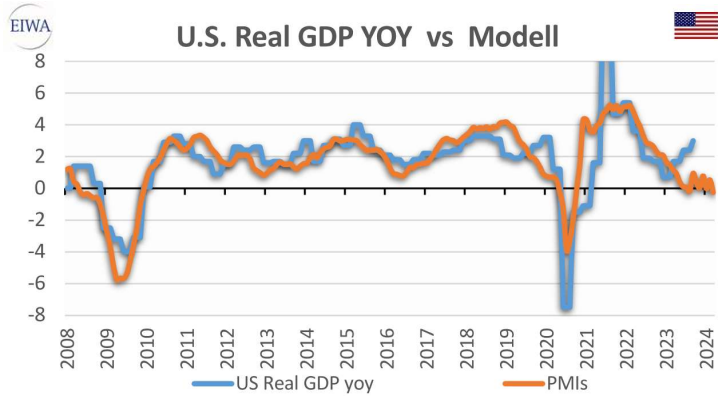
**Nein, die Financial Conditions, d.h. die Transmissions-Riemen der Notenbank beissen nicht**

U.S. Financial Conditions



# Was bewegt den Bond-Markt aktuell?

## Was ist die Prognose: **Soft Landing, hard landing, no landing?**



Die **U.S. Konjunktur** ist notorisch nicht-prognostizierbar, aber es gibt einige **Trends**:

- Gemäss **PMIs** kommt das Wachstum zum Erliegen
- Die **Monetary Conditions** bremsen nicht
- Das **Globale M2** unterstützt wiederum eher das Wachstum
- Die **Leading Indicators** sind definitiv abwärtsgerichtet!
- Der **chinesische Einfluss** ist neutral
- Der **U.S. Fiskus** ist positiv

**Per Saldo: Wenig Wachstum, aber kein Absturz**

# Was bewegt den Bond-Markt aktuell?

**Fazit:** Wie können wir die Ausgangslage beschreiben?

- Der Bond-Tsunami läuft, zu recht!
- Denn das CPI schwächt sich gemäss unseren Vorläufern nachhaltig deutlich ab
- Wir rechnen zwar nicht mit einem konjunkturellen Zusammenbruch, aber auch nur mit wenig Dynamik
- Der Arbeitsmarkt schwächt sich nur graduell ab, stört aber das Bond-Rally nicht. Allerdings: Die kurze Vorlauffrist unserer Indikatoren macht uns vorsichtig
- Der Fiskal-Stimulus-Boost läuft aus, der Konsument könnte schwächeln
- Die Situation für konjunkturelle Überraschungen ist asymmetrisch nach unten gerichtet: Unfall?
- Die Zinsen bremsen, die Spreads, Aktien und der Dollar helfen: Ein Finanzunfall könnte hier eine massive Rotation auslösen und eine Rezession einläuten.
- Mit einem fallendem CPI werden die Leitzinsen zunehmend restriktiv: Kann das Fed die Zinsen genügend schnell reduzieren um eine gröbere Rezession zu verhindern?
- **Das alles tönt in der Summe bullish für den UST!**

# Was bewegt den Bond-Markt strategisch?

## Erstes Thema: Müssen wir mit dauerhaft höherer Inflation rechnen?

### Kaum ein Marktkommentator, der nicht diese Frage stellt...

“Even if inflation continues to fall, the 2% “target” will now be a floor, not a ceiling, as it was in the 12 years from 2009 to 2020.”

Anatole Kaletsky 10/2023

“it’s clear that the last 10-20 years have seen a perfect confluence of disinflationary forces: weakening demographics in developed countries generated disinflationary conditions and we solved the labor scarcity issue by offshoring production to China which in the meantime was benefitting from an ample availability of cheap workers. A great cocktail for disinflation: weak developed market demographics plus cheap Asian-outsourced labor. But here is the problem – this combo won’t be there anymore. Rapidly reversing Chinese demographics in the next decades and a marginal push towards de-globalization imply DM economies won’t be able to access a growing cheap pool of labour to the same extent anymore. This will force developed markets to on-shore some production and on the margin bump up wages for scarcely available domestic skilled workers: some impact is already visible.”

Alfonso Peccatiello 10/2023

“Although inflation has so far fallen as fast as it had surged to its October 2022 peak, it will not return all the way to the unusually low pre-pandemic rates, in our view. A long-term structural uptrend in underlying inflation pressures will see to that. The mislabeled “new normal” of slow growth, low inflation and low interest rates was a temporary aberration. This exceptional period of balance sheet repair after the global financial crisis of 2008/09 was largely over by 2015 already. Separately, labour markets started to tighten gradually almost 10 years ago in response to the demographic transition. Less disinflation from a less dynamic China and the supply-side costs of reducing carbon emissions now add to a more normal inflation outlook. We thus project a return to these underlying trends.”

Berenberg 11/2023

“Ich glaube nicht, dass die Inflation in Richtung des Notenbankziels von 2% sinken wird. Zyklisch mag sie sich abschwächen, doch es gibt strukturelle Treiber, die bestehen bleiben. Dazu zählt die Tatsache, dass sich 70% der US-Wirtschaft in den Händen von Oligopolen und lokalen Monopolen befinden, die lieber den Output als die Preise senken. Auch die kapitalintensive Neugestaltung der Lieferketten oder die militärische Aufrüstung werden sich noch über Jahre hinweg hinziehen. Zudem ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass die Notenbanken bei steigender Arbeitslosigkeit und aufkommender Rezession doch kalte Füße kriegen und die Geldpolitik lockern, obwohl der Inflationsdruck noch nicht vollends gebannt ist. Das erinnert an die Siebzigerjahre, als die Notenbanken die Zinsen mehrmals verfrüht gesenkt haben. Die Gefahr ist gross, dass sie die damaligen Fehler wiederholen. In den Siebzigerjahren ist die Inflation in drei Wellen auf ein immer höheres Niveau gestiegen, während die Wirtschaft mehrmals in eine Rezession abgetaucht und deshalb über das Jahrzehnt gesehen kaum gewachsen ist. Eine Stagflation wie damals bildet derzeit das Basisszenario für unsere Portfoliokonstruktion.”

Stefan Rehder 12/2023

# Was bewegt den Bond-Markt strategisch?

...hätten sie recht, würde dies dauerhaft höhere Zinsen bedeuten

“After President Richard Nixon severed the Bretton Woods tie between the dollar and the gold price in 1971, world markets endured a decade of chaos. That was lanced by the Federal Reserve under Paul Volcker, who effectively replaced gold with the concept of Fed credibility. (..) That enabled a steady and inexorable downward trend in 10-year yields that endured for more than three decades. (..) The 10-year yield went through a series of cycles, hitting successively lower peaks that each created difficulties, but the direction was down. That seems unequivocally to have ended in the throes of the pandemic, when yields were forced to almost zero. Since then, a new upward trend seems to be taking shape — and to be clear, I am certainly not trying to claim that we will now have three decades of rising yields, but merely that the previous regime is over.”

John Authers 10/2023

“Der 39-jährige Bullenmarkt bei Anleihen ist vorbei, und wir befinden uns erst seit drei Jahren im Bärenmarkt. Klar, die Preise von Anleihen könnten in einer tiefen Rezession zwar etwas anziehen. Doch meiner Ansicht nach wird das bloss eine temporäre Gegenbewegung in einer langen Bond-Baisse sein, die Jahrzehnte dauern könnte.”

Kevin Duffy 12/2023

“it is very unlikely that investors will witness a return to a prolonged zero interest rate policy or the sustained use of quantitative easing as a monetary policy tool during the next recession. (..) There are two reasons for this. First, it is very likely that interest rates during the last economic cycle were artificially low. (..) Second, US fiscal policy during the pandemic and in its aftermath has bolstered the balance sheets of US consumers, which has effectively "made up" for the massive and long-lasting shock to household net worth that took place during the global financial crisis ”

BCA 12/2023

**Wir sind skeptisch:** In einem **Meer von Schulden** leidet das Potentialwachstum. Zudem verweisen wir auf das **einmalige Zusammentreffen** von globaler Pandemie, einem grossen Krieg, massiven Politikfehlern (China), präzedenzlosen Stimuli (USA) und einem Zusammenbrechen der Lieferketten, welche den massiven Spike in der Inflation erst möglich gemacht haben.

Kommt jetzt nicht vielleicht sogar ein **Deflations-Kater**? War nicht der ausklingende Zins-Spike die Anomalie? Wir glauben, dass das Momentum in der Diskussion schnell wechseln kann.

# Was bewegt den Bond-Markt strategisch?

## Zweites Thema: Stehen wir vor einer Schuldenkrise?

Die Fiskalexpansion ist auf Schulden gebaut. Die USA und der Westen leben seit geraumer Zeit über ihre Verhältnisse. Wir sehen Rekorddefizite in Zeiten guter Konjunktur, kann das gut gehen?

“The federal deficit looks like it will exceed 7% of GDP in fiscal 2023, after the Congressional Budget Office adjusts for the vagaries of policy on student debt forgiveness. That is a truly shocking number for an economy that is running at close to full employment.”

Niall Ferguson 10/2023

“Die Wirtschaft ist robust, und die Zinsen steigen, weil die Nachfrage nach Kapital gross ist. Zweitens: Es handelt sich um eine Risikoprämie. Die US-Regierung weist derzeit ein jährliches Budgetdefizit von 1,8 Bio. \$ aus. Solche massiven Defizite sieht man normalerweise nur in Kriegszeiten oder in einer Rezession. Beides ist heute nicht der Fall, weshalb Investoren möglicherweise beunruhigt über die US-Staatsfinanzen sind. In diesem Fall ist der jüngste Anstieg der Renditen nicht so sehr auf eine starke Wirtschaft zurückzuführen, sondern darauf, dass der Markt eine höhere Risikoprämie verlangt.”

Mark Chandler in The Market 10/2023

“I haven't had as many conversations about deficits and Treasury supply over my, I think most of my career, as versus what I've had the last couple of months. It's hit a fever pitch.”

Joe Barry in OddLots, 10/2023

“«Die US-Notenbank betreibt kein QE-Programm mehr und schrumpft ihre Bilanz sogar, die Banken sind nicht der Lage zu kaufen, und Investoren aus Übersee beginnen, sich vom Dollar abzuwenden», meint Mike Wilson, Aktienstrategie von Morgan Stanley. «Es ist deshalb unklar, wer die Käufer des bedeutenden Angebots an neuen Treasuries sein sollen», fügt er hinzu. Aufhorchen lässt eine Warnung von Paul Tudor Jones. «Die Staatsfinanzen der USA befinden sich wahrscheinlich in der schwächsten Verfassung seit dem Zweiten Weltkrieg», sagte der einflussreiche Investor diesen Dienstag dem Börsensender «CNBC». «Mit steigenden Zinsen kommt ein Teufelskreis in Gang, in dem höhere Zinsen zu höheren Finanzierungskosten führen, die wiederum eine höhere Emission von Schulden zur Folge haben, was wiederum zu höheren Zinsen führt.» Das Problem könnte sich in einer Rezession zusätzlich verschärfen. Normalerweise nimmt die Nachfrage nach sicheren Anlagen wie US-Staatsanleihen zu, wenn sich die Aussichten für die Wirtschaft eintrüben. Da sich das Budgetdefizit in einem Abschwung erneut deutlich ausweiten dürfte, könnte sich der üblicherweise rückläufige Trend der Renditen jedoch nur als temporär erweisen. So gut wie sicher ist, dass in einer Rezession neue Konjunkturmassnahmen ergriffen werden. Die Staatsfinanzen dürften dadurch noch mehr strapaziert werden. Angesichts des zusätzlichen Angebots an Treasuries könnten sich Investoren daher mit einer Situation konfrontiert sehen, in der die Renditen während eines Abschwungs steigen.”

Christoph Gisiger in The Market 10/2023

“Schulden global auf Rekordhoch - Braut sich eine Finanzkrise zusammen?

Gestiegene Zinsen, steigende Ausgaben für Klimaschutz und eine alternde Bevölkerung. Für viele Experten könnte das eine Schuldenkrise heraufziehen. Im Zentrum stehen Industrieländer, die ihren wachsenden Schuldenbergen kaum Einhalt gebieten können. Vor allem die USA, Italien und Grossbritannien liefen Gefahr, auf eine Finanzkrise zuzusteuern, warnen mehr als 20 von Reuters befragte Experten - darunter prominente Ökonomen und Investoren.”

SRF 10/2023

# Was bewegt den Bond-Markt strategisch?

## Eine **Schuldenkrise** könnte gemäss Marktkommentatoren für dauerhaft höhere Zinsen sorgen

“Massive deficits as far as the eye can see—the result, among other things, of the Republican tax breaks and the Democratic-led investment in green energy—seemed fine when the Federal Reserve had interest rates pinned at zero and was buying tens of billions of dollars’ worth of Treasuries every week. Free money can mask a lot of problems. At today’s 5% rate, though, the math gets tricky. The government’s tab—and, as a result, the supply of bonds it needs to sell—adds up so fast that it can overwhelm what was long considered to be insatiable demand for the world’s safest investment.”

Bloomberg 10/2023

“The years from 2008 to 2020 were abnormal, even if at some point they came to feel normal, Slok says. The crew over at Bank of America dug up another historical nugget to underscore the point: Global interest rates during this period were the lowest in 5,000 years. “The new world that we live in,” Slok says, “is really the normal world that we were in.” It’s a world in which Yardeni’s vigilantes, the bond traders, have a much bigger voice, the Fed has a smaller one, and consumers, corporate executives and Washington lawmakers have to confront a harsh reality: America’s free-money experiment is over.”

Bloomberg 10/2023

“Angesichts der Tatsache, dass sich die US-Regierung auf dem Weg zum Bankrott bewegt, könnten die Zinsen in diesem Bärenmarkt letztlich sogar über das Niveau von 15% steigen, das den Höhepunkt der letzten Bond-Baisse im Jahr 1981 markierte. Die Herabstufung der Kreditwürdigkeit der US-Regierung durch die Ratingagenturen ist möglicherweise ein erstes Anzeichen dafür.”

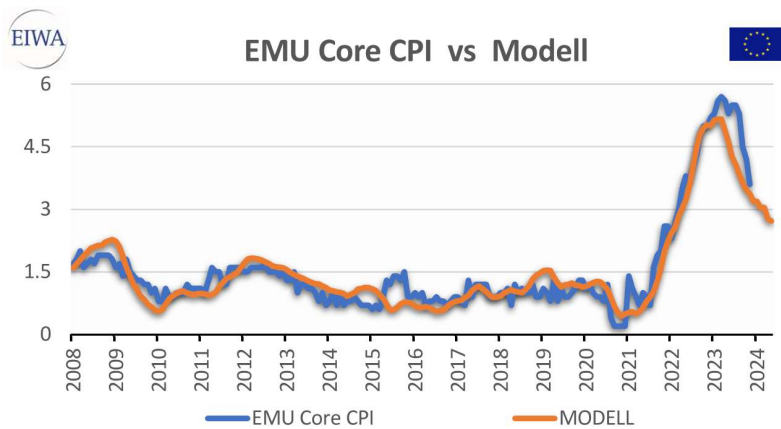
Kevin Duffy in The Market 12/2023

**Wir sind skeptisch**: Der Schuldendienst dürfte zwar für manche (Verteilungs-) Probleme sorgen. Aber mit dem Teuerungs-Spike der letzten Quartale wurde einiges vom Schuldenberg „weg-inflationiert“, die (nominale) BIP-Basis quasi herauf-inflationiert. Trotz Schuldenexzess haben wir **kaum Erhöhungen der Verschuldung** i.V. zum BIP gesehen. So könnten die Schulden das Potentialwachstum hemmen und die Zinsen eher **bremsen** als anfachen. Das Ventil wären dann aus schweizer (Starkwährung-) Sicht die **Währungen statt die Zinsen**



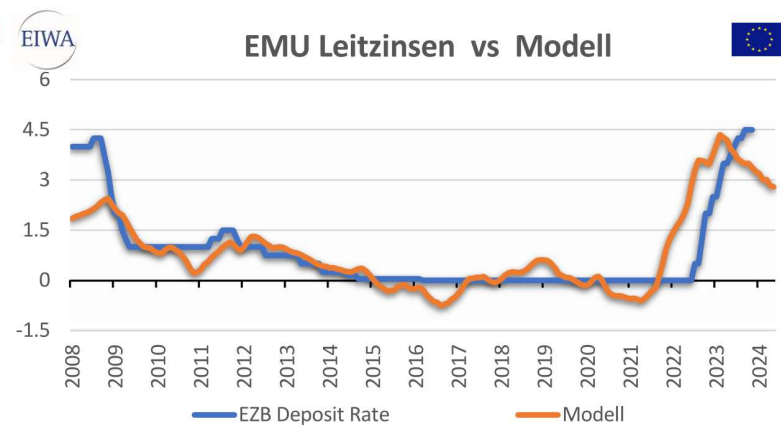


# Folgt die Eurozone dem Leitmarkt USA?

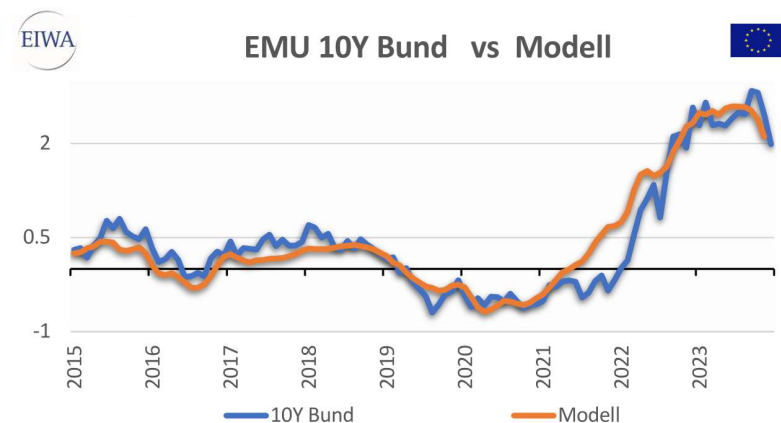


Ja!

Auch hier dürfte die **Teuerung** sich dem Zielwert der Notenbank von 2% annähern, Strom und Gas sind weit weg von den Höchstständen



Die **Leitzinsen der EZB** laufen mit dem üblichen Lag von 3 Monaten dem Fed hinter her, die Makrosituation ist aber noch angespannt, die Löhne wachsen zu schnell

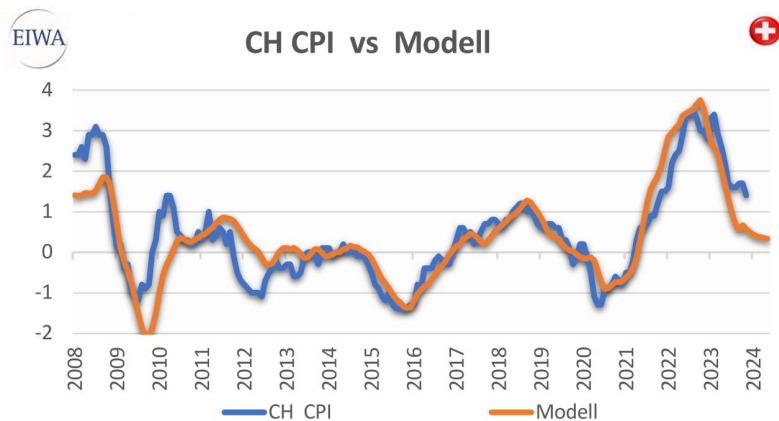


Die **Inflationserwartungen** scheinen jetzt zu drehen. Mit ihnen auch unser **Modell für die Zinsen:**

Der optimistische Case für die USA ist **auch für die Eurozone** gültig

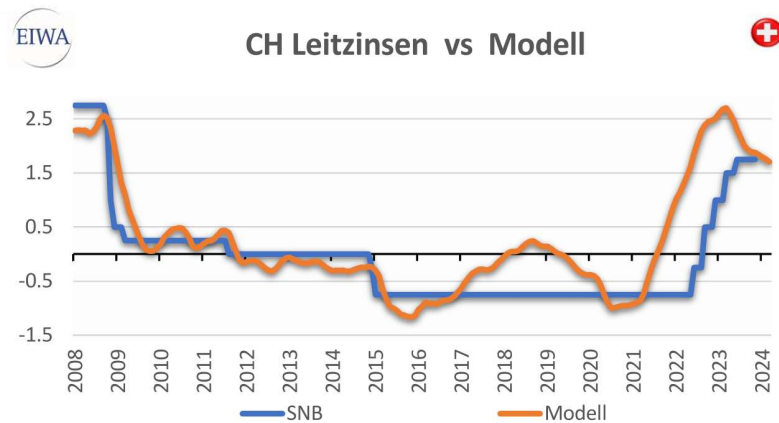


# Kann der Eidgenossenzins noch weiter fallen?

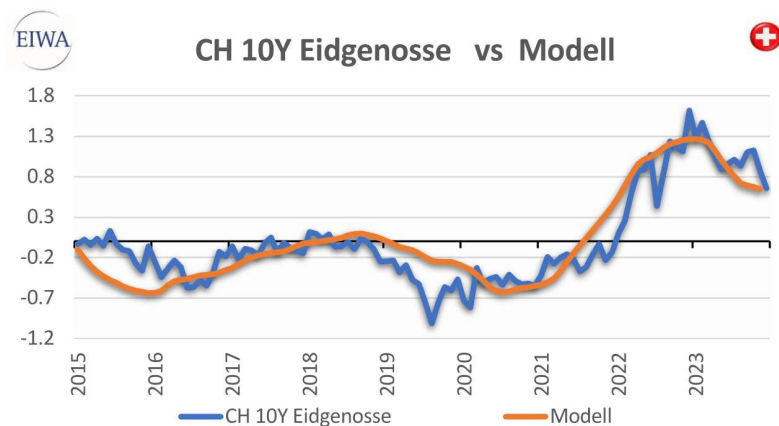


Ja!

Die Teuerung dürfte mittelfristig wieder gegen Null tendieren, auch wenn aus technischen Gründen erst ein Rebound kommt, zu schwach sind Importpreise und PPI,...



..auch in der Schweiz dürfte die Zinserhöhungs-Phantasie für die SNB vorbei sein, speziell wenn unser Case für die ECB stimmt..



Und unser Modell für die Eidgenossen-Zinsen hat seit geraumer Zeit nach unten gedreht

#### 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.