

Fixed Income 7/2024:

Die Vertreibung der Bullen

*«The global easing cycle has well and truly begun with both the BOC and the ECB trimming interest rates this week (...) while Banxico and the SNB among others have already eased policy»
Cameron Crise 6/2024*

«The Fed has never cut rates with the state of economic growth looking like this.» Cameron Crise 4/2024

«Wir halten es nicht für angemessen, das Zielband für den Leitzins zu senken, solange wir nicht besser darauf vertrauen können, dass sich die Inflation nachhaltig in Richtung 2% bewegt» Powell 6/2024

Unser Case

USA

Der Notenbank-Pivot ist da, das Bond-Rally noch nicht

- Die Guidance hat noch nicht den Kipp-Punkt erreicht, dafür ist die Rhetorik des Fed noch zu hawkish und die Skepsis im Bondmarkt zu hoch

2Y-Fed a.k.a. Leitzinserwartungen:

- Massive Bremsspuren in der Disinflation aus dem Gelben Meer: In wichtigen Teilbereichen geht die Teuerung nicht mehr runter, in anderen geht sie weiter, aber nur bis zu einem gewissen Punkt
- Total und Core CPI drohen nicht mehr nachhaltig zu fallen, sondern oberhalb des Notenbank-Ziels zu konsolidieren
- Bei den Indikatoren, auf die das Fed schaut gibt's kaum noch Verbesserungen, aber immerhin ist der Core PCE Deflator in der Nähe des Ziels; ist das genug für Zinsreduktionen?
- Arbeitslosenrate: Langsamer Anstieg prognostiziert
- Nominale Lohnsteigerungen: Langsames Abgleiten prognostiziert
- Atlanta Fed Wage Growth Tracker: Langsamer Abstieg auf 4% prognostiziert
- Arbeitsmarkt insgesamt: Quälend langsame Normalisierung; Richtung ist ok für die Notenbank, Tempo zu langsam?

10Y -2Y a.k.a. Konjunkturerwartungen:

- Die Datenlage ist zu gemischt für eine klare Positionierung des Fed
- Eigentlich sollte ein «Bull Steepening» beginnen
- Stattdessen: Ein Bear Steepening hat den Markt überrascht
- Die Fiskalpolitik, die Struktur der TIPS-Inflationserwartungen, die Entwicklung der Monatsbewegungen im CPI und das Dienstleistungsvertrauen, sowie die Absenz von Finanzstress hindert die Notenbank, offensiver für Zinsreduktionen einzustehen

Trotzdem: Der Treasury Bond ist fair gepriced und für uns **attraktiv**

- Der Markt schreckt mehr und mehr von einer negativen Zeitprämie ab und verlangt mehr Yield als Puffer, sollten die Zinsschnitte nicht in der erhofften Menge kommen
- Arbeitslosenrate, Lohnwachstum und Inflation gehen in die richtige Richtung, wenn auch quälend langsam
- Die Rendite ist hoch, nominal und real

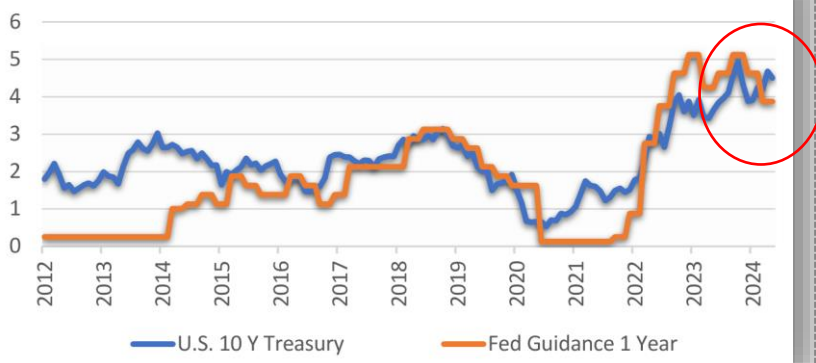
Wichtige Fragen verbleiben:

- „Higher inflation forever“? Würde bedeuten: Höhere Zinsen forever ..und auch ein höheres Inflationsziel?
- Interessiert sich der Markt bald für die ungebremste **Staatsverschuldung**?
- **Wer soll all die neuen Schulden kaufen?** Die Chinesen verabschieden sich. Die Japaner können rechnen
- Die Rolle der **Wahlen**: Mehrere Auswirkungen auf die Zinsen möglich: Cut wegen Biden? Kein Cut wegen Trump? Fed-Unabhängigkeit wenn Trump kommt?



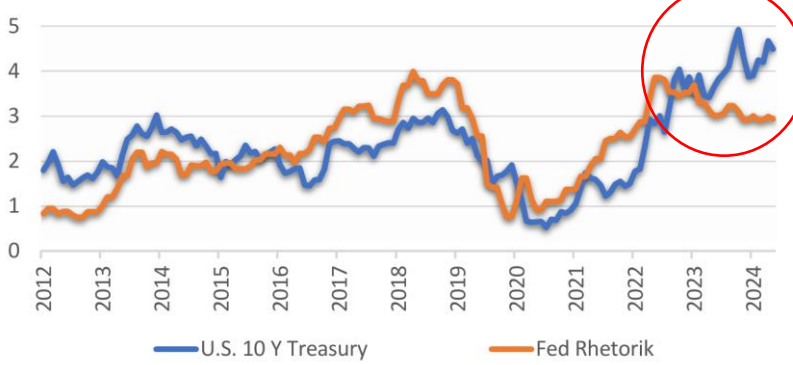
Die **Verankerung** durch die Notenbank

U.S. Treasury & Fed Guidance



“(The **Dot Plot** is) a chart showing estimates of what the federal funds rate, the short-term interest rate controlled by the Fed, should be. Members of the rate-setting Federal Open Market Committee each assign a dot for what they view as the midpoint of the rate’s appropriate range at the end of each of the next three years and over the longer run. Investors focus on the median dot. As many as 19 monetary policymakers — the seven governors on the Fed Board in Washington and the presidents of the 12 regional banks — can contribute a dot.”
Quelle Bloomberg

U.S. Treasury & Fed Rhetorik



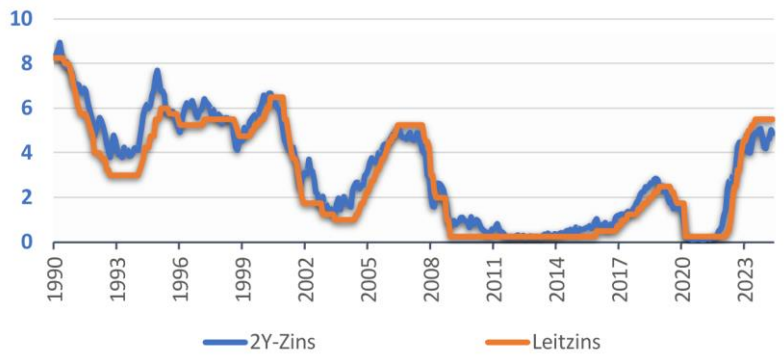
“The **Fedspeak Index** is an index that aims to quantify the Fed’s communication sentiment. We employ a machine-learning model, fine-tuned and trained on thousands of human-labeled annotations of Bloomberg news headlines on Fed officials’ communications, set to mimic our interpretation of the text. The sample covers more than 6,200 unique speaking engagements and statements made by FOMC members since 2009, totaling more than 60,000 Bloomberg News headlines. (..) The algorithm is (..) scoring headlines between hawkish, dovish and neutral.”
Quelle Bloomberg

Don’t Fight the Fed

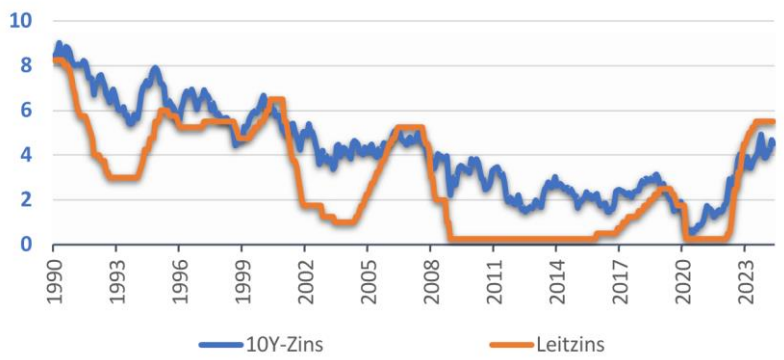
Leitzinszyklus: Der Notenbank-Pivot ist da, das Bond-Rally noch nicht

- Der **Dot Plot** der U.S. Notenbank wurde 2012 eingeführt um die Transparenz der Leitzinsentscheide zu erhöhen und die Märkte besser vorzubereiten
- Zusammen mit dem Dot Plot ist eine umfangreiche **Kakaphonie** von begleitenden Kommentaren einer Myriade aktiver und passiver Notenbankgouverneuren entstanden, mit dem Ziel, Überraschungen, Volatilität und Marktstress zu reduzieren
- Die **Guidance** hat aber noch nicht den Kipp-Punkt erreicht, dafür ist die Rhetorik des Fed noch zu hawkish und die **Skepsis im Bondmarkt** zu hoch

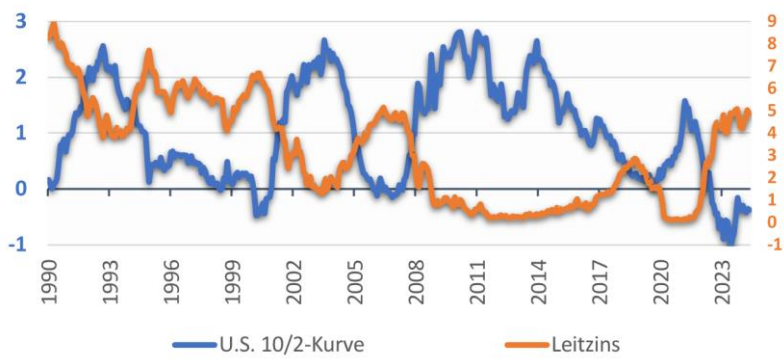
U.S. Leitzins & 2-Jahreszinsen



U.S. Leitzins & 10-Jahreszinsen



U.S. Leitzins & 10/2-Kurve



Kurven vs. Leitzinsen

Inverse Zinskurven: Keine Überraschung, aber überraschend lang

- Die kürzeren, z.B. die 2Jahreszinsen folgen relativ genau den Leitzinsen, wenn auch nicht komplett, die Korrelation ist etwa bei 0.72
- Bei den 10-Jahreszinsen ist die Wirkung der Leitzinsen immer noch beträchtlich aber deutlich schwächer, d.h. die Verankerung ist geringer. Die Korrelation ist bei immer noch signifikanten 0.45.
- Interessant ist, dass die Amplitude der Leitzinsen massiv höher ist als diejenigen der längerfristigeren Obligationenzinsen
- Die Leitzinsen über- und unterschneiden im Zyklus die Bondzinsen zum Teil beträchtlich.
- Es setzt sich ein immer wiederkehrendes Muster im Zinssystem durch: Leitzinsen und die 10/2-Kurve sind negativ korreliert (-0.43)
- Gegen Ende einer Aufwärtsphase des Zinszyklus sind Inversionen, wie wir sie heute erleben, etwas Normales, ja geradezu Erwartbares.



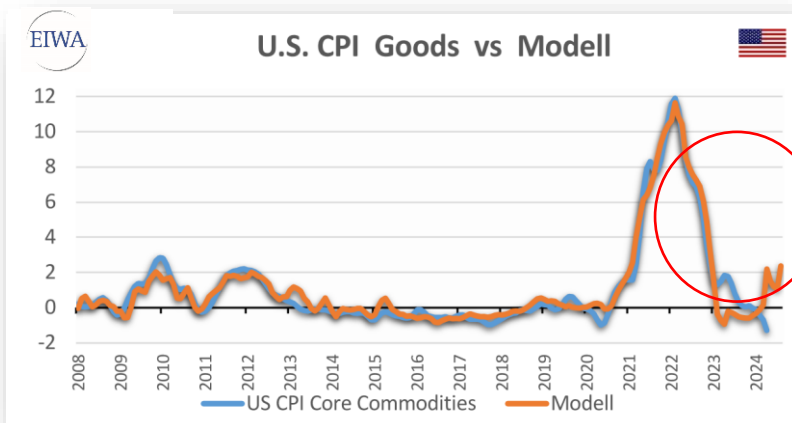
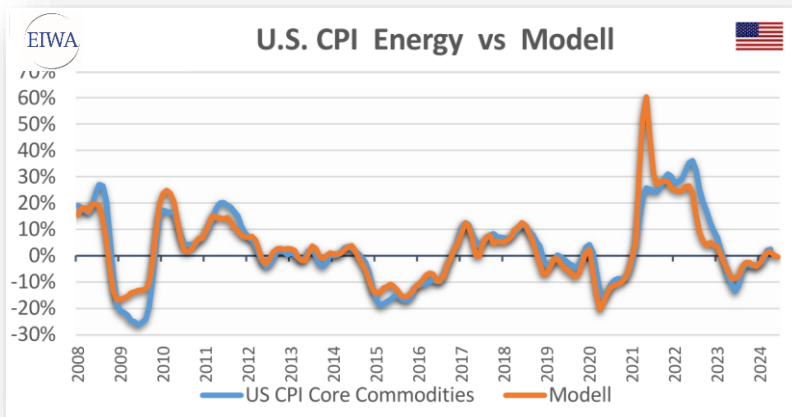
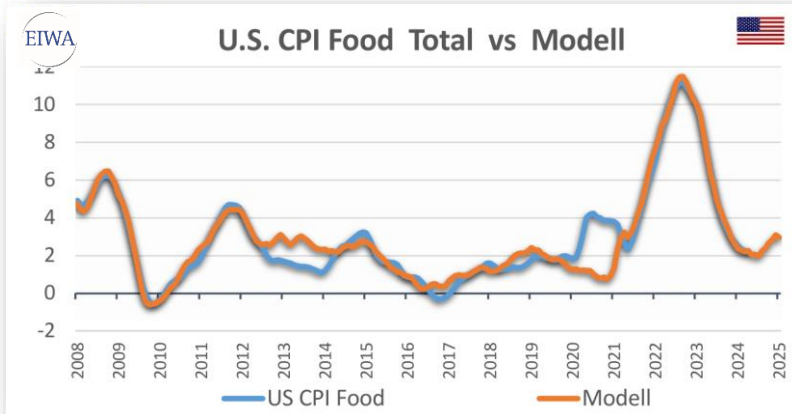
Leitzinserwartungen

Wir konzentrieren uns auf 3 Indikatoren:

- Teuerung
- Arbeitslosenrate
- Löhne

Unsere Teuerungsmodelle

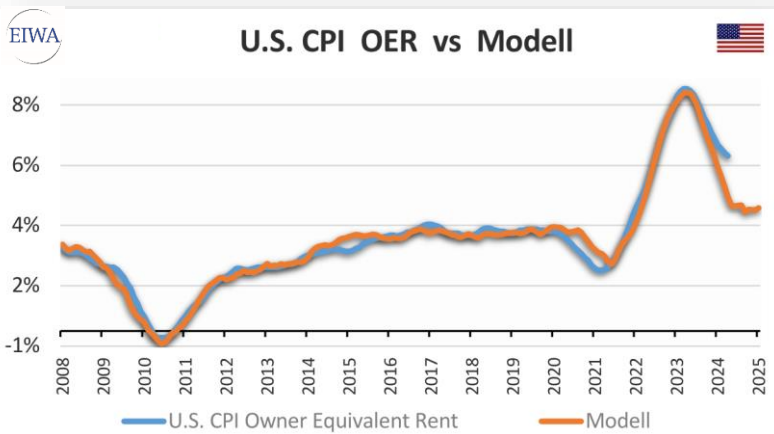
Teuerung: Massive Bremsspuren in der Disinflation aus dem Gelben Meer



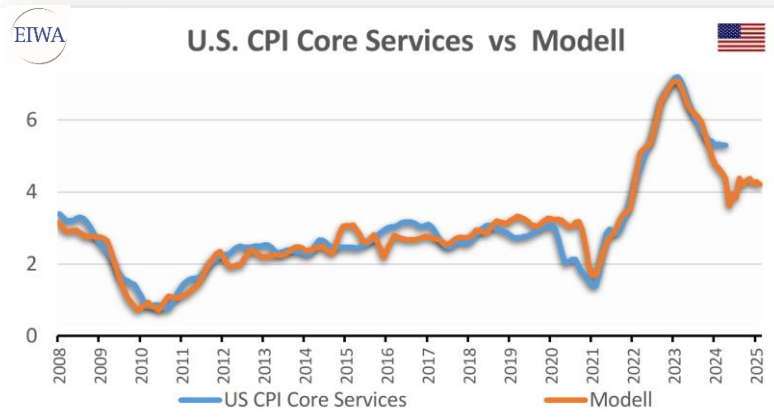
- **Food:** 9 Monate Ausblick: Die Disinflation ist vorbei: Schuld sind die wieder steigenden Commodities, die Gaspreise (wichtig für die Fertilizer) und die Probleme in den Lieferketten
- **Energie:** 1 Monat Ausblick: Kaum Aufwärtsdruck, aber die grosse Wild Card wegen dem ungenügenden Prognosefähigkeit/Horizont
- **Goods:** 3 Monate Ausblick: Die Disinflation wird massiv gestört durch den Spike in den Frachtpreisen wegen den Störungen im Roten Meer

Unsere Teuerungsmodelle

Teuerung: In zentralen Bausteinen geht die Disinflation weiter, aber nur bis zu einem gewissen Punkt



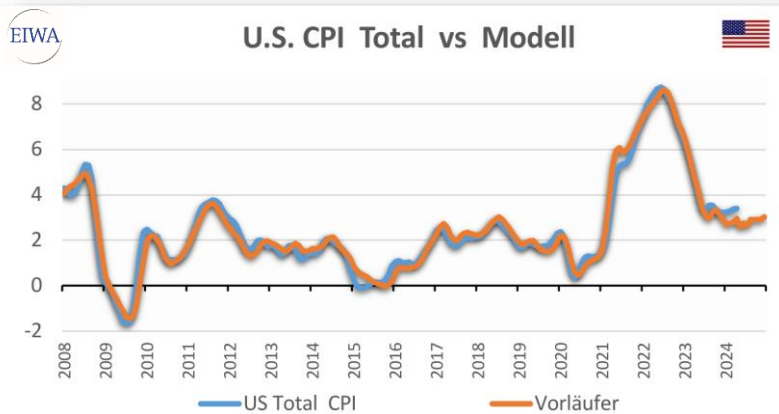
- **OER:** 9 Monate Ausblick: Zentrale Komponente auch v.a. für Core CPI: Disinflation geht weiter, da laggard, aber nicht besonders tief runter



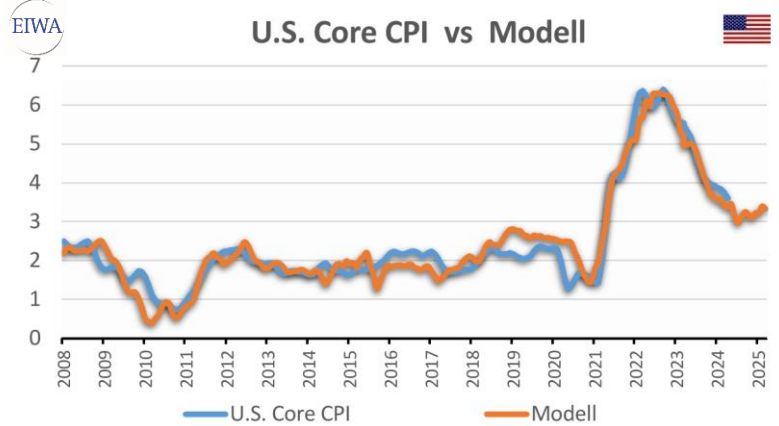
- **Core Services:** 10 Monate Ausblick: Disinflation geht weiter, da laggard, aber nicht besonders tief runter

Unsere Teuerungsmodelle

Teuerung: Total und Core CPI fallen nicht mehr nachhaltig, sie konsolidieren oberhalb des Notenbank-Ziels



- **Total CPI:** 8 Monate Ausblick: Die Lieferkettenprobleme und der fehlende Fortschritt – ab einem gewissen Zeitpunkt – sprechen auf eine Stabilisierung des Total CPI auf ca. 3%, deutlich über dem Leitzinsziel von 2%; Wild Card Ölpreise



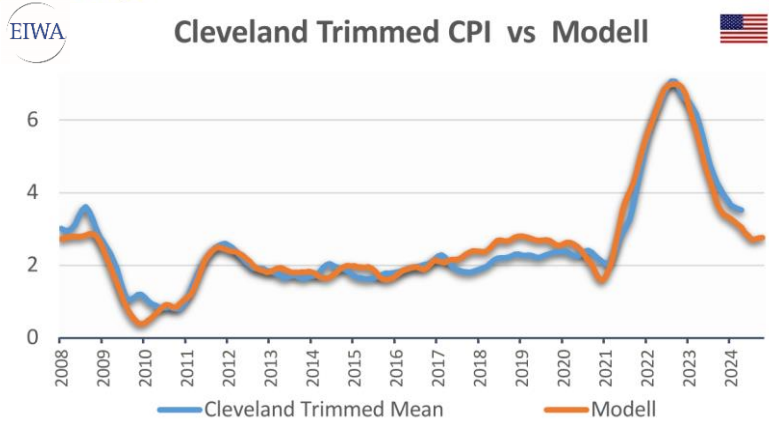
- **Core CPI:** 9 Monate Ausblick: Hier sieht die Disinflation komplett ausgelaufen zu sein, das Modell zeigt Zahlen >3% an

„ Core Inflation excluding shelter is running at only 2.1%, which is largely in line with the Fed’s Target“ *Alpine Macro 6/2024*

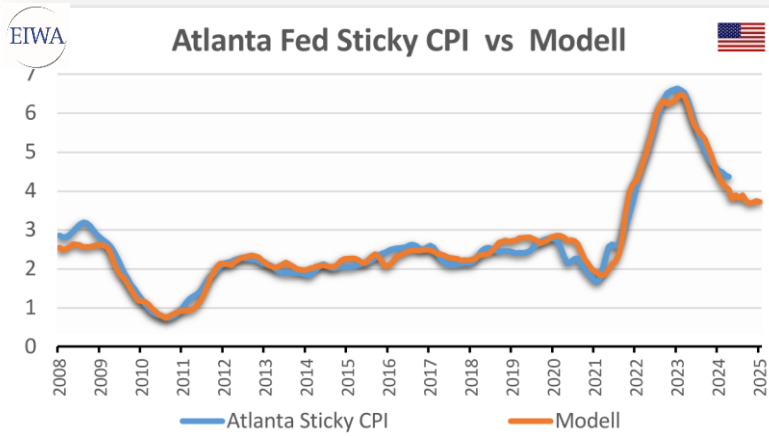
„ Outside of shelter, healthcare, and auto insurance, inflation is running well under 2%, OK, before you say, “gee, that’s great, as long as you’re happy to be homeless, don’t drive, and don’t need any healthcare”. But that’s not the reason to exclude those three categories. The reason to exclude them is that they are all LAGGING components of the inflation basket. “ *Peter Berenzin 6/2024*

Unsere Teuerungsmodelle

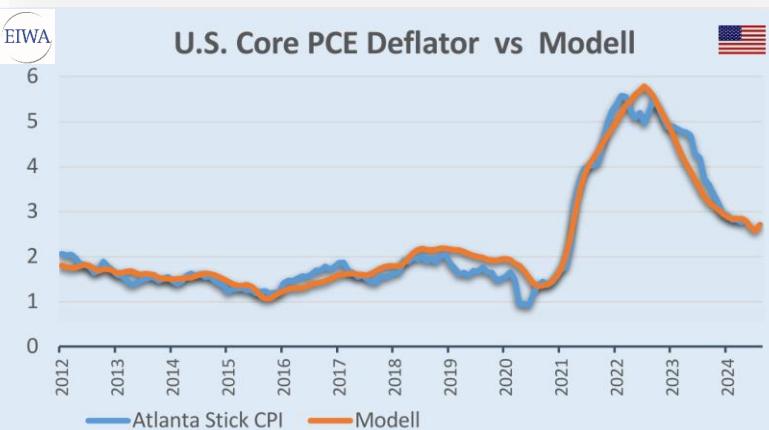
Teuerung: Bei den Indikatoren, auf die das Fed schaut gibt's kaum noch Verbesserungen, aber immerhin ist der Core PCE Deflator in der Nähe des Ziels; ist das genug für Zinsreduktionen?



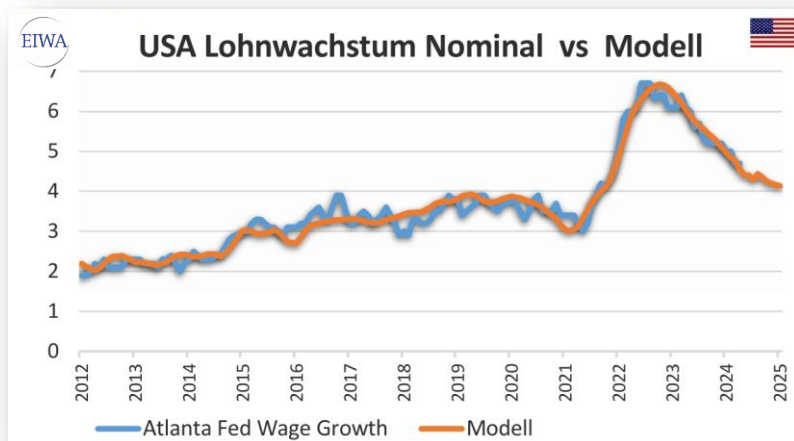
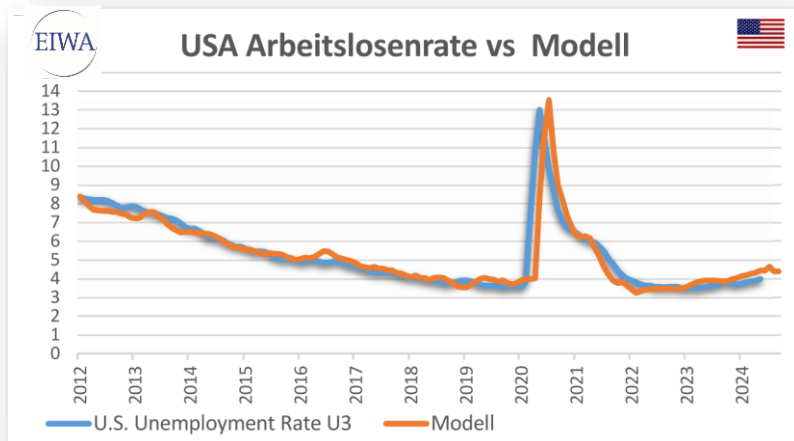
- **Trimmed Mean:** Ausblick 6 Monate: Die Disinflation geht noch etwas weiter



- **Sticky CPI:** 9 Monate Ausblick: Kaum noch Verbesserungen ersichtlich, deutlich über dem Notenbank-Ziel



- **Core PCE Inflator:** Der Fokus des Fed: 4 Monate Ausblick: Kaum noch Verbesserungen ersichtlich, deutlich über dem Notenbank-Ziel



Unsere Arbeitsmarktmodelle

Arbeitslosenrate: Langsamer Anstieg

- **U.S. Arbeitslosenrate U3: Ausblick 4 Monate:** Die Firmen reagieren heute viel schneller auf die Konjunktur, der Abstand zu den aktuellen Makrodaten ist nur noch gering. In diesem beschränkten Horizont prognostizieren wir einen leichten Aufstieg der Arbeitslosenrate

Nominale Lohnsteigerungen: Langsames Abgleiten

- **Atlanta Fed Wage Growth Tracker: Ausblick 8 Monate:** Keine negative Überraschung, sondern ein langsamer Abstieg auf 4%

„ The labor market has cooled but not crashed“ Indeed 6/2024

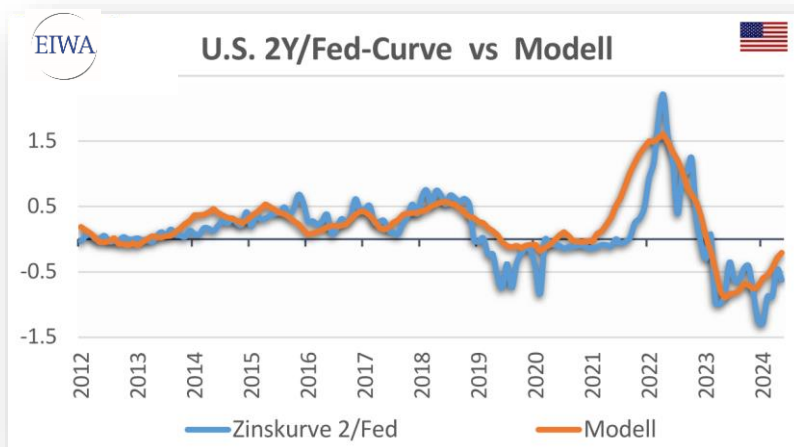
„ Labor market has shifted from unamiguously strong to ambiguously strong to ambiguous““ Hartnett 6/2024

„ The labor market is cooling, but it’s been gradual through slower hiring rather than outright job cuts“ Bloomberg 6/2024

„ The recent slowing in wage gains, despite the jobless rate holding at fairly low levels, is an indication (..) this is due to well-anchored inflation expectations. Households do not expect the pandemic-driven spike in inflation to persist. Consequently, there are no signs of a wage-inflation spiral developing. “ Alpine Macro 6/2024

„ The unemployment rate is always at its lowest right before a recession “ Bloomberg 5/2024

Arbeitsmarkt insgesamt: Quälend langsame Normalisierung; Richtung ist ok für die Notenbank, Tempo zu langsam?



Summa Summarum

Die Zinshoffnungen haben sich gelegt: Die stockende Disinflation und nur langsam nachgebender Arbeitsmarkt nehmen Phantasie aus dem Markt

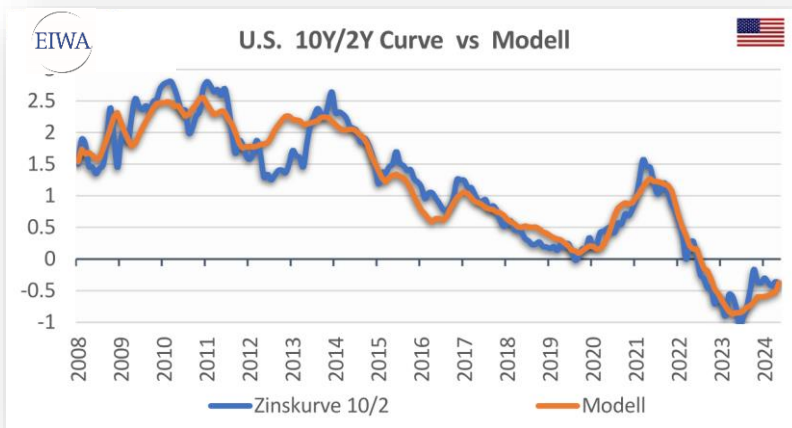
- *Wir modellieren die Leitzinserwartungen als die Differenz zwischen 2-Jahreszinsen und dem Leitzins*
- *Unser Modell umfasst v.a. Indikatoren aus den Bereichen Inflation und Arbeitsmarkt*
- *Es ist vor allem der fehlende Fortschritt in der Disinflation, der die Zinsphantasie aus dem Markt putzt*

„ Taken together these confirm that disinflation is still happening while there is no sign of an outright acceleration. So rate hikes look very unlikely. But cuts in the near term can also be ruled out as several key measures are sticky and remain too high. “ John Authers 6/2024



Konjunkturerwartungen

Was implizieren Sentiment,
Inflationserwartungen und Zeitprämie



„Rates cannot continue at these levels indefinitely without having an effect on the economy. Indeed, as inflation is coming down, though slowly, real rates are increasing. If we define the **real rate** as the effective federal funds rate less the core CPE measure of inflation, then it is now at its highest since 2007, at levels that have triggered recessions in the past. “ John Authers 5/2024

„US economic growth stayed more resilient than expected. An ongoing fiscal boost targeting investment rather than consumption largely offset higher Fed rates. For example, **US public investment** advanced by 11.1% yoy in real terms in H2 2023.“ Holger Schmieding 4/2024

Kaum Impulse von der langen Kurve

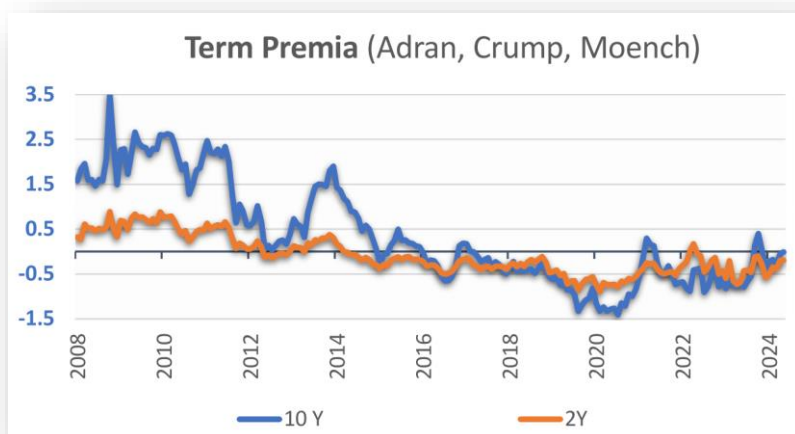
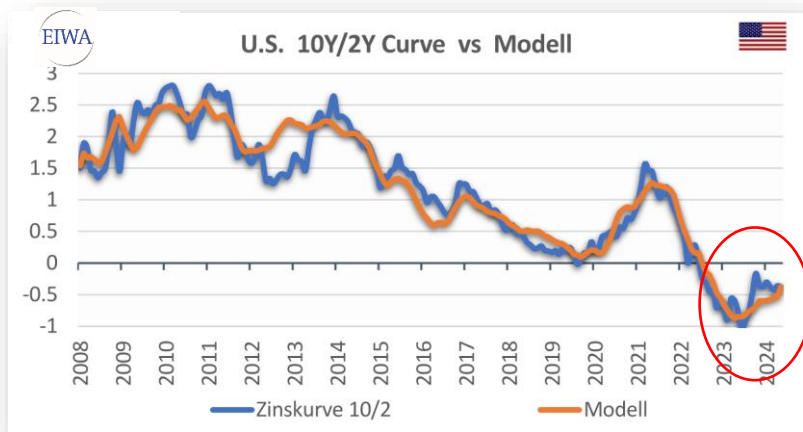
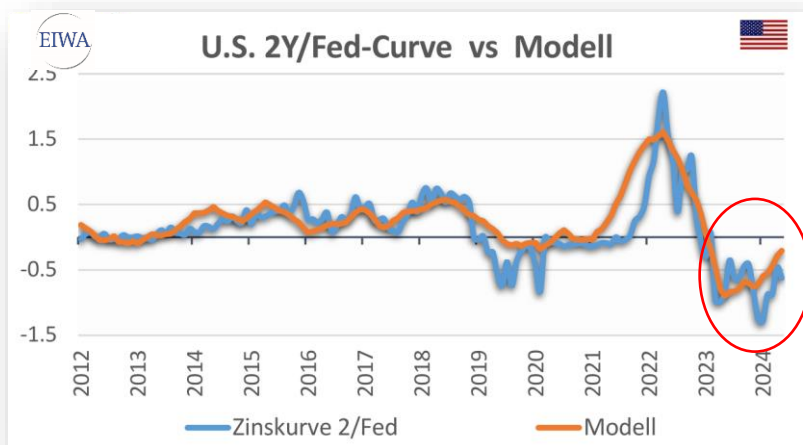
Konjunkturerwartungen: Die Datenlage ist zu gemischt für eine klare Positionierung des Fed

- *Eigentlich sollten wir uns heute am Drehpunkt des Zinszyklus befinden: Die Zinsen sind hoch, die Inflation fällt, die Realzinsen wirken toxisch auf die Wirtschaft, der Bondmarkt wittert ein Easing der Notenbank: Ein «Bull Steepening»*
- *Statt dessen: Ein Bear Steepening*
- *Anstatt dass die Notenbank verzweifelt mit Zinssenkungen versucht die unausweichliche Rezession doch noch zu verhindern steht sie still. Der Bondmarkt reagiert mit höheren Zinsen und preist ein No-Landing ein. Was ist passiert?*
- *Eigentlich wäre alles angerichtet: PMI Manufacturing und das KMU-Vertrauen ist tief, die Realzinsen sind hoch*
- *Aber: Die Fiskalpolitik, die Struktur der TIPS-Inflationserwartungen, die Entwicklung der Monatsbewegungen im CPI und das Dienstleistungsvertrauen, sowie die Absenz von Finanzstress hindert die Notenbank, offensiver für Zinsreduktionen einzustehen*



Synthese

Fair gepriced
Attraktive Aussichten



Der Treasury Bond ist fair gepricing

Die Vertreibung der Bullen

- «Something gotta give»
- Die Inversion der Zinskurven ist wacklig
- Beide Zinskurven streben deshalb auch Richtung Null
- Nicht weil man von Zinsreduktionen überzeugt ist, sondern weil ein «negativer Carry viele Bullen zum verleiden bringt
- Die Zeitprämie ist immer noch negativ, das könnte sich ändern
- Der Markt schreckt mehr und mehr von einer negativen Zeitprämie ab und verlangt mehr Yield als Puffer, sollten die Zinsschnitte nicht in der erhofften Menge kommen

„From March 2022 to July 2023, the Fed raised policy rates by 525 basis points, but 10-year yields increased just 172 basis points.. For most of the hiking cycle, investors and traders have been looking six months ahead to expected rate cuts that never seemed to materialize. “

Jonathan Levine 5/2024

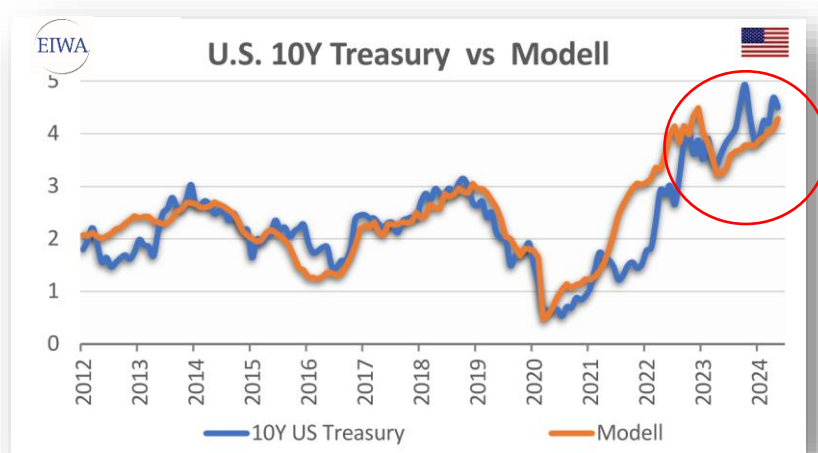
Der Treasury Bond ist fair
gepriced

Zinsbewertung: Die Stampede bringt
den Bund wieder auf „realistische“
Niveaus

- Es erstaunt deshalb nicht, dass
der „faire Wert“ sich wieder
dem Markt angeglichen hat

Der UST 10Y ist attraktiv!

- Arbeitslosenrate,
Lohnwachstum und Inflation
gehen in die richtige Richtung,
wenn auch quälend langsam
- Die Rendite ist hoch, nominal
und real
- Es besteht beträchtliches
Wechselkursrisiko..
- ..v.a. im Falle von
Zinssenkungen..
- ..im Falle sinkender Preise
haben die Kapitalgewinne
allerdings die
Wechselkursverluste des Dollars
gegen CH deutlich outperformt

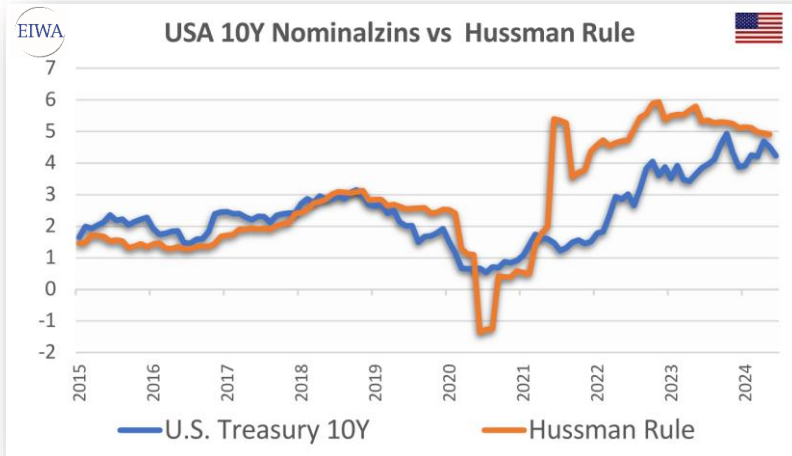


It's suddenly lonely being a dove"

Jonathan Levine 4/2024

U.S. Treasury

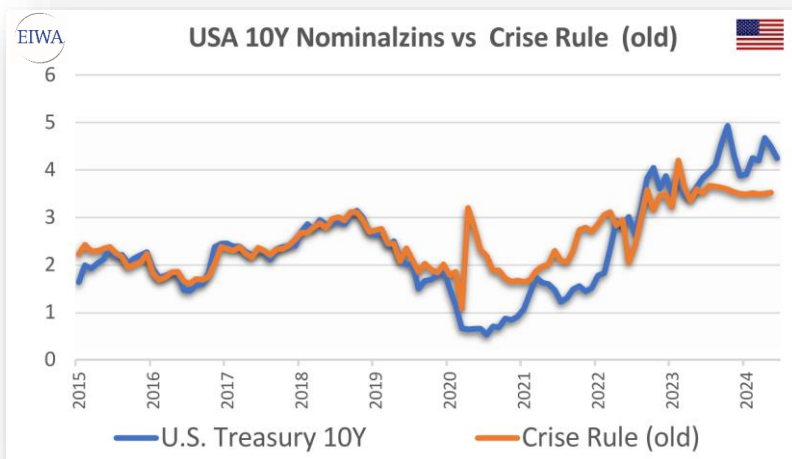
Andere Ansätze



Hussman-Modell für 10Y UST

CPI, GDP, Short Rate

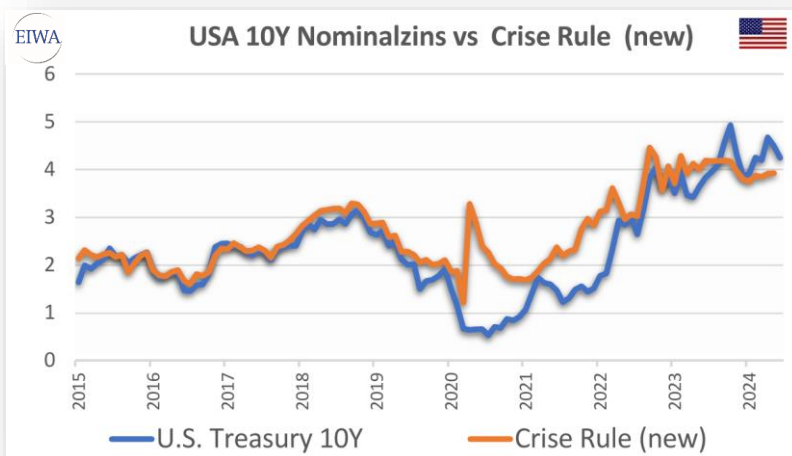
$$\begin{aligned} \text{US 10Y} = & \\ & 0.25 \times \text{Core CPI} \\ & + \\ & 0.25 \times \text{BIP nom} \\ & + \\ & 0.50 \times \text{U.S. 3m} \end{aligned}$$



Cameron Crise-Modelle für 10Y UST

Fed, STIR, Inflation, Arbeitslose

$$\begin{aligned} \text{US 10Y} = & \\ & 1.15526 \\ & + \\ & 0.80 \times \text{FDTR} \\ & + \\ & 1.31 \times (\text{ED2-ED6}) \\ & + \\ & 0.18 (\text{PCE CYOY -2}) \\ & - \\ & 0.21 \times (5 - \text{USURTOT}) \end{aligned}$$



„In a March paper for The Brookings Institution, Hassan Afrouzi, Marina Halac, Kenneth Rogoff and Pierre Yared warned of more frequent spikes in prices. (..) The authors argue that a retreat in globalization, the strain on budgets from graying societies and political populism, higher defense spending and even the green transition will put upward pressure on rates.“ Daniel Moss 5/2024

„Gavekal vertritt seit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine die Ansicht, dass die Weltwirtschaft in einen inflationären Boom eingetreten ist.“ Louis Vnincent Gave 4/2024

„Im deflationären Umfeld der letzten Jahrzehnte suchten die Anleger bei schlechten Nachrichten stets reflexartig Schutz in US-Staatsanleihen. Doch die Zeit der Deflation ist vorbei. Im heutigen inflationären Umfeld suchen die Menschen in Zeiten des Stresses Schutz in Gold und Energie.“ Louis Vincent Gave 4/2024

„Th ,20s are an era of war, proteccionism, fiscal excesses, scarce energy/housing/labor, all of which leads to higher inflation and higher cost of capital.“ Michael Hartnett 4/2024

„some authoritative macro thinkers are talking about a higher inflation target. In a Bloomberg Opinion column last week, Mohamed El-Erian argued that we're in a supply-constrained world and that trying too hard to get all the way back to 2% runs the risk of breaking the economy. He writes: "Rather than maintain a policy reaction function anchored by excessive dependence on backward-looking data, the Fed would be well advised to take this opportunity to undertake a belated pivot to a more strategic view of secular prospects. Such a pivot would recognize that the optimal medium-term inflation level for the US is closer to 3% and, as such, give policymakers the flexibility to not overreact to the latest inflation prints.“ Joe Weisenthal 4/2024

„Onshoring, the green transition and increased defense spending all require more raw materials, and they are all also price- inelastic to at least some degree.“ Bloomberg 5/2024

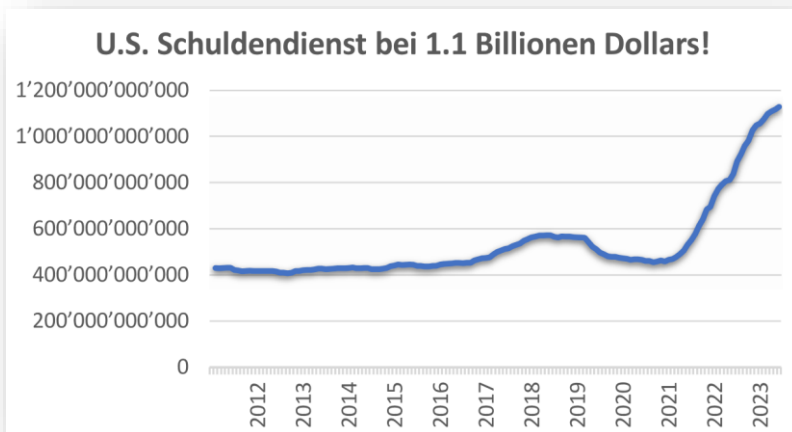
Wichtige Fragen verbleiben

„Higher inflation forever“?

Würde bedeuten: Höhere Zinsen forever:

- Industriemetalle
- Russland
- Gold als Kanarienvogel im Schacht

..und auch ein höheres Inflationsziel?



„The Congressional Budget Office warned in its latest projections that US federal government debt is on a path from 97% of GDP last year to 116% by 2034 — higher even than in World War II. The actual outlook is likely worse. From tax revenue to defense spending and interest rates, the CBO forecasts released earlier this year are underpinned by rosy assumptions. Plug in the market’s current view on interest rates, and the debt-to-GDP ratio rises to 123% in 2034.“ *Bloomberg 4/2024*

„Letztmals verzeichnete die Regierung 2001 mehr Einnahmen als Ausgaben. Seither dominiert in Washington das frivole Schuldenmachen – bei den Demokraten ebenso wie bei den Republikanern. Gründe finden sich immer: Finanzkrisen, Pandemien, Klimaschutz, Subventionen für «Zukunftsindustrien», Steuersenkungen. Entsprechend bewegen sich Amerikas Schulden auf Niveaus, die man bisher nur aus dem Zweiten Weltkrieg kannte.“ *Thomas Fuster in NZZ 4/2024*

„Das Fälligkeitsprofil aller ausstehenden US-Staatsanleihen ist dergestalt, dass für das amerikanische Schatzamt in den nächsten zwölf Monaten eine abnormal grosse Refinanzierungswelle ansteht. Wie Torsten Sløk, Chefökonom der Private-Equity-Gruppe Apollo Global Management, vorrechnet, werden in diesem Zeitraum Treasuries im Gesamtvolumen von rund 8,5 Bio. (8'500 Mrd.) \$ zur Rückzahlung fällig. Weil die Biden-Regierung zudem nach wie vor eine extrem expansive Fiskalpolitik betreibt und das Haushaltsdefizit im laufenden Fiskaljahr mehr als 6% des Bruttoinlandproduktes betragen dürfte, muss das Schatzamt zusätzliche Treasury-Papiere im Volumen von knapp 2 Bio. \$ ausgeben, um dieses Budgetdefizit zu finanzieren.“ *Mark Dittli 1/2024*

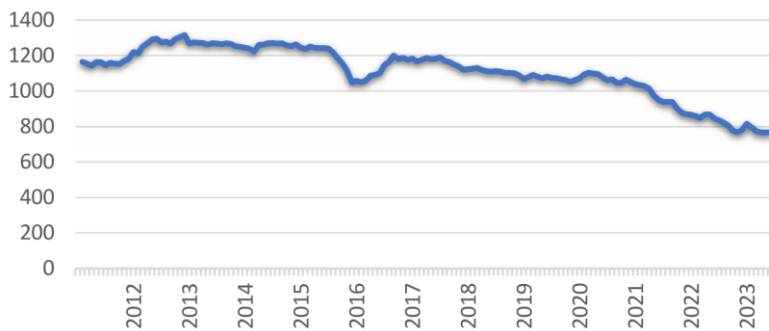
Wichtige Fragen verbleiben

Interessiert sich der Markt bald für die ungebremste Staatsverschuldung?

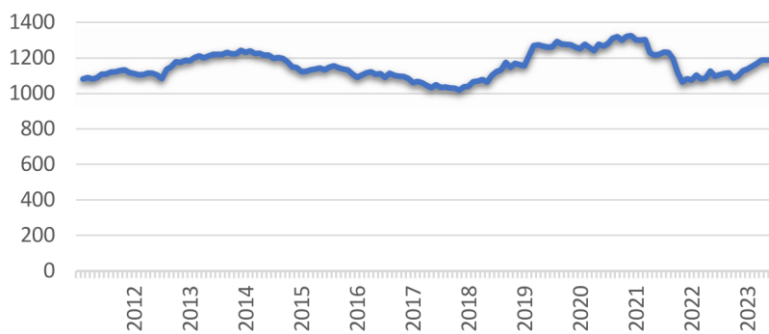
- Kommen die Vigilantes zurück?
- Kommt eine höhere Risikoprämie?
- Kommen massive Verteilskämpfe?

„Everyone “knows” that the trajectory of US fiscal policy is unsustainable“

Chinese Holdings of U.S. Treasuries
(USD mrd)



Japanese Holdings of U.S. Treasuries
(USD mrd)



„Japanese investors are Bond Market Whales owning \$1 trillion+ in Treasuries and foreign bonds: what's ahead for them? (...) To buy US Treasuries they need to convert JPY into USD, buy the bonds, and at some stage revert back the FX transaction. This means USDJPY will largely affect the P&L of their bond transaction. (...) Japanese investors can more conveniently buy domestic government bonds rather than supporting foreign bond markets. (...) And indeed, Japanese investors have been reducing foreign bond buying for 2 years now, and it doesn't seem like conditions are getting more supportive for them to buy foreign bonds. The BoJ is embarking in some form of tightening which has pushed 10y JGBs north of 1% and 30y rates north of 2%; the FX hedging costs remain prohibitive, pushing the 10-year FX hedged Treasury yield negative to -50 bps. It therefore remains more convenient for Japanese investors to get fixed income exposure domestically now until US Treasury curves steepen or FX hedging costs drop dramatically. In the absence of these events, Japanese investors won't buy US Treasuries for a while.“ Alfonso Peccatiello 4/2024

Wichtige Fragen verbleiben

Wer soll all die neuen Schulden kaufen?

Die Chinesen verabschieden sich

Die Japaner können rechnen

„In der Vergangenheit gelang es den Amerikanern zwar zuverlässig, alte Schulden mit der Ausgabe neuer Staatsanleihen zu begleichen. Diese Strategie sei aber nur so lange praktikabel, wie es Leute gebe, die diese Wertpapiere kaufen wollten, betont Fink. Dafür gebe es jedoch keine Garantie. Der Anteil der ausländischen Gläubiger, der sich heute auf 30 Prozent belaufe, werde voraussichtlich sinken.“ NZZ 3/2024

„doch eine harte Bestrafung, wie sie jeder andere Staat für eine so ungezügelter Neuverschuldung erfahren würde, bleibt aus. Denn für viele Investoren sind US-Staatsanleihen alternativlos. Hinter den Papieren steht die globale Leitwährung und führende Wirtschaftsmacht. Daran führt kein Weg vorbei. Der Markt für US-Staatspapiere ist riesig und hochliquid. Jederzeit kann gekauft und verkauft werden. Das reicht vielen Investoren, um dem Markt treu zu bleiben. Denn die Alternativen sind kaum schöner: Die Euro-Zone ist ein instabiles Konstrukt, in Japan sind die Schulden noch höher, und in China fehlt es an Vertrauen in die Führung. Amerikas Schuldpapiere bleiben daher das «sauberste schmutzige Hemd» im Schrank.“ Thomas Fuster in NZZ 4/2024

„While the Fed has maintained that it does not consider politics in decision making, we think the coming presidential election will in reality factor into its reaction function. The degree of potential policy differences stemming from the outcome of the election raises uncertainty around the outlook following the election. Beyond that, we think a debate around Fed independence may be an issue that comes to the forefront as Election Day approaches. Given these challenges, we think a risk management approach likely means the FOMC refrains from beginning a cutting cycle in its final meeting before the election.“ BNP Paribas 4/2024

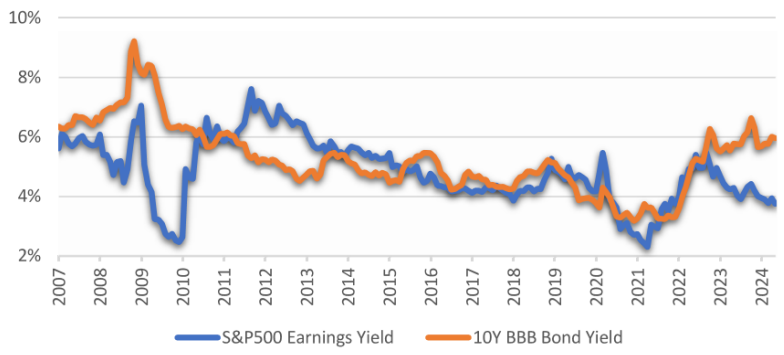
Wichtige Fragen verbleiben

Die Rolle der Wahlen

Mehrere Auswirkungen auf die Zinsen möglich:

- Cut wegen Biden?
- Kein Cut wegen Trump?
- Fed-Unabhängigkeit wenn Trump kommt?

S&P Earnings Yield vs. 10Y BBB Yield



Wichtige Fragen verbleiben

Die Rolle der Risikomärkte:

US Treasury als Absicherung gegen einen Aktiencrash:

Die Attraktivität des 10Y BBB vs. des S&P Earning Yields ist offensichtlich...

...wie auch die Überbewertung der U.S. Aktien insgesamt

„Today is in the top percent on the Shiller P/E of all time, and when you start from this level, you have a very hard time going up materially. You’ve done it once or twice, but you’ve only done it for a while: in the last gasp of 1929; in the last gasp of 1999; and notably and most impressively in Japan, where maybe for two and a half years you kept going. And in each case, they ended incredibly badly. So, the price you paid for bucking that kind of law was a very high price. In general, if you want to make a lot of money, and you want to have a long bull market, you need high unemployment, depressed profit margins, and depressed P/Es. (..) But it feels good at the top of the spike, always feels terrific. (..) We have totally full employment, totally wonderful profit margins. All the things you would not want to start a bull market from. This is where you start bear markets from. Great bull markets start with exactly the opposite. But it always feels wonderful. (..)

Investors lose their discipline at market peaks. They become convinced that valuations are irrelevant. They become convinced that investment returns are somehow independent of the price one pays. As a rule, the more extreme valuations become, the longer it has taken to get to those extremes, the longer value investors appear to have been “proven” wrong, and the more evidence there seems to be that passive investing is a “sure thing.” (..)

Given that Treasury bonds currently yield about 4.5%, it should not be surprising that our estimates of the likely 10-12 year “equity risk premium” (S&P 500 total returns in excess of Treasury returns) stand at the lowest levels in history. (..)

We presently estimate that the S&P 500 is likely to lag Treasury bond returns by a record -9.3% annually over the coming 12-year period. That’s worse than the August 1929 low of -6.4%. Worse than the 2000 low of -7.9%, a point when I was also projecting negative 10-year S&P 500 total returns and an -83% loss in technology stocks (the tech-heavy Nasdaq 100 went on to lose an improbably precise -83%). (..)

Show us a financially reasonable and more reliable estimate of the likely equity risk-premium, and we would happily use it. Why wouldn’t we? The problem is that we haven’t found any alternative estimation approach, not the Fed Model, not Shiller-Black-Jirav, not Damodaran, nothing, better correlated with actual, subsequent S&P 500 total returns than the methods we use. (..)

It turns out that the strongest driver of progressively rising profit margins in recent years isn’t productivity, or technology, or tax reductions, or labor costs, or even government subsidies. The main driver has been progressively falling interest costs. (..)

Market internals remain unfavorable. For decades, I’ve noted that extreme valuations do not necessarily imply near-term market losses. The only way valuations can ever reach levels as extreme as 1929, 2000, 2021 and today is by blowing through lesser valuation extremes for years. This leads to the dangerous tendency to abandon valuations as uninformative and useless. That’s a mistake.” John P. Hussman 5/2024



Unser Case

Eurozone

Teuerung: Bewegung zum Notenbankziel; was macht die Energie?

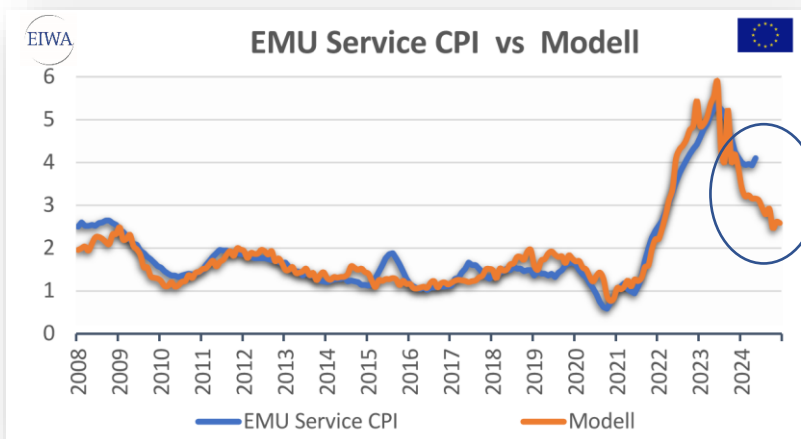
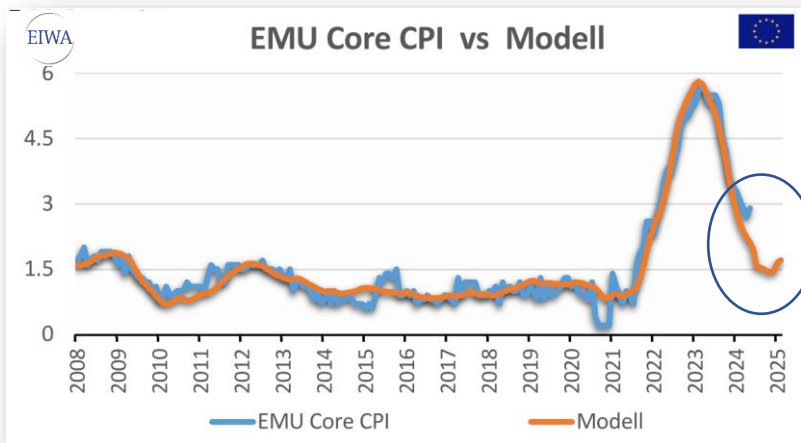
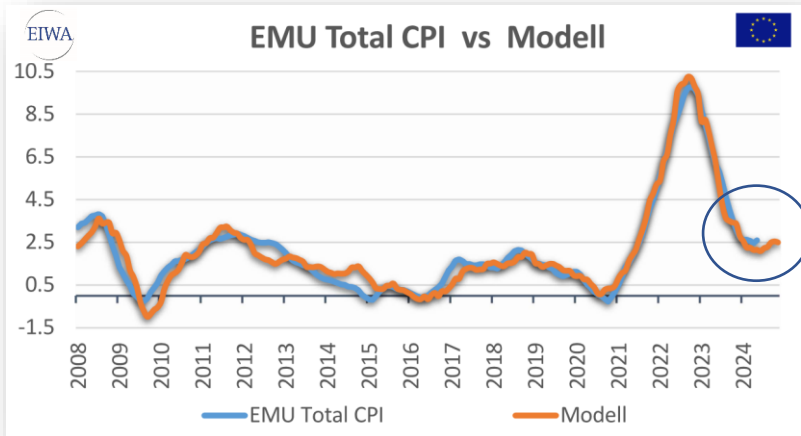
- Warum geht's nicht weiter? Öl fällt nicht mehr, Gaspreise steigen, Food steigt, Lieferketten-Preise steigen,
- Total CPI: Kein weiterer Fortschritt, aber nahe dem Ziel
- Core CPI folgt dem Total CPI, Dienstleistungspreise folgen dem Kern-CPI: Unsere Modelle implizieren weiteren Rückgang auf auf das Notenbank-Ziel aber nicht weiter.
- Wild Card bleibt die enorm volatile Energie

Leitzinsen: Die EZB senkt vor dem Federal Reserve

- Wie weiter? Es sieht gut aus: Unsere CPI-Modelle sehen noch Spielraum für tiefere Leitzinsen, unser Modell für das EMU-Lohnwachstum steht dem nicht im Weg, die Inflationserwartungen implizieren tiefere Leitzinsen, da nahe des Notenbankziels, der Arbeitsmarkt ist allerdings bockfest.
- Fazit: Es besteht beträchtlicher Raum für Zinsreduktionen im Euro-Raum, die EZB hat mit der Wende begonnen, mehr wird kommen. Als Wild Card verbleiben die Energiekosten der Haushalte. Der Markt erwartet Zinsreduktion von 0.45% bis Ende Jahr.

Kapitalmarktzinsen: Ist der 10Y Bond attraktiv?

- Ja, **der Bund ist attraktiv**: Hoher Coupon und die wichtigen Faktoren laufen in die richtige Richtung
- Die Leitzinsen wurden erst kosmetisch reduziert, die Verankerung der Zinsen durch die Leitzinsen funktioniert weiter
- Die Inflationserwartungen 5Y/5Y sind immer noch über dem Notenbankziel für die Inflation von 2%
- Das Wirtschaftswachstum ist seit geraumer Zeit fast komplett zum Erliegen gekommen, und ist damit nicht inflationär
- Das QT stützt weiterhin die hohen Zinsen
- Die Taylor-Regel spricht für fallende Zinsen
- Die Zinsen sind restriktiv
- Unsere Teuerungs- und Lohnwachstum-Modelle sprechen für tiefere Zinsen



„ The ECB is focused on the elevated rate of services inflation in the euro area. (...) we expect a return to gentle disinflation for services prices in June. However, the slow journey back to a figure that's consistent with the inflation target will keep the ECB cautious“ Bloomberg 6/2024

Teuerung: Bewegung zum Notenbankziel; was macht die Energie?

Warum geht's nicht weiter?

- Öl fällt nicht mehr
- Gas steigt
- Food steigt
- Lieferketten-Preise steigen
- PPI fällt nicht mehr

Total CPI: Kein weiterer Fortschritt, aber nahe dem Ziel

- Visibilität 3-6 Monate

Core CPI: Runter auf das Notenbank-Ziel aber nicht weiter

- Die Kernteuerung folgt dem Total CPI
- Visibilität 9-10 Monate

Service CPI: Weiterer Rückgang, aber...

- Noch weit vom Ziel erreicht!
- Dienstleistungen folgen dem Total- und dem Kern-CPI
- Visibilität 3-7 Monate

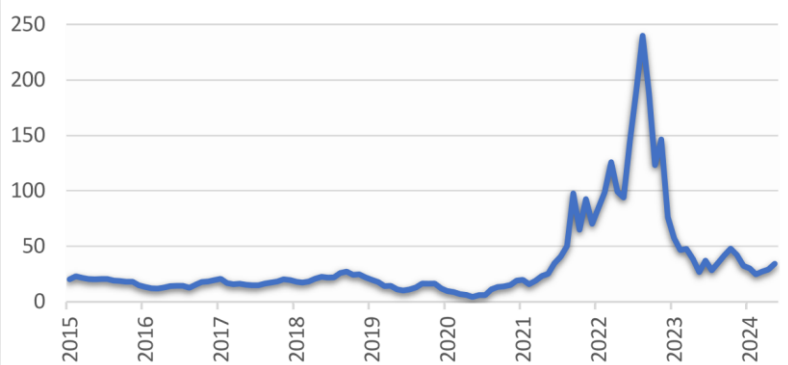
EMU Teuerung: Diesel



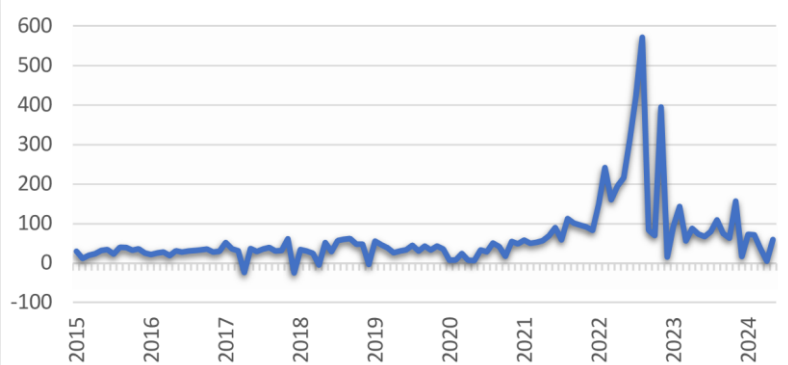
Wild Card **Energie**

- Enorm volatil
- Deutlich höher als vor der Pandemie/Ukraine
- Anfällig auf Geo-Stress

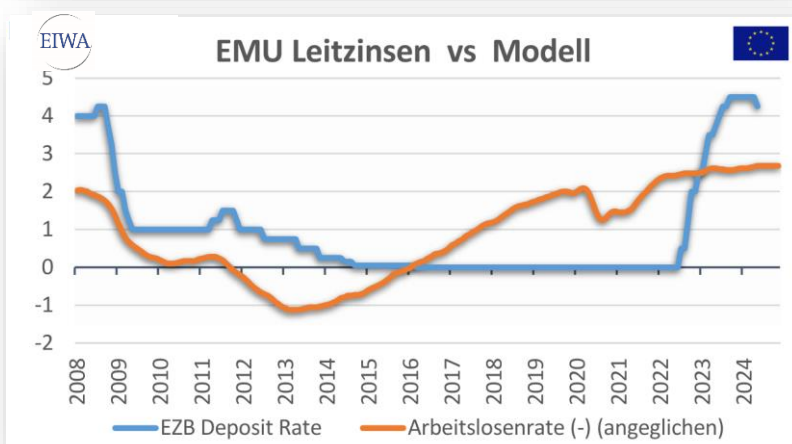
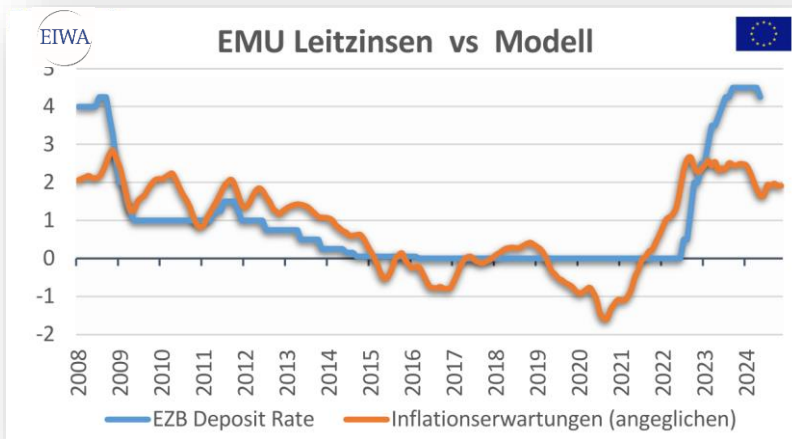
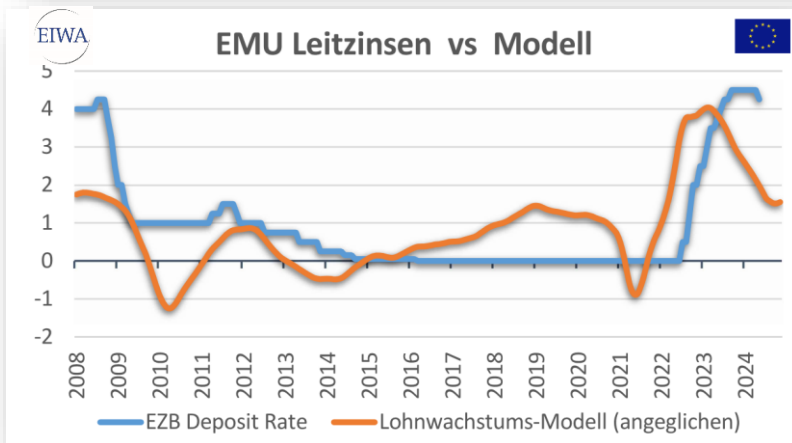
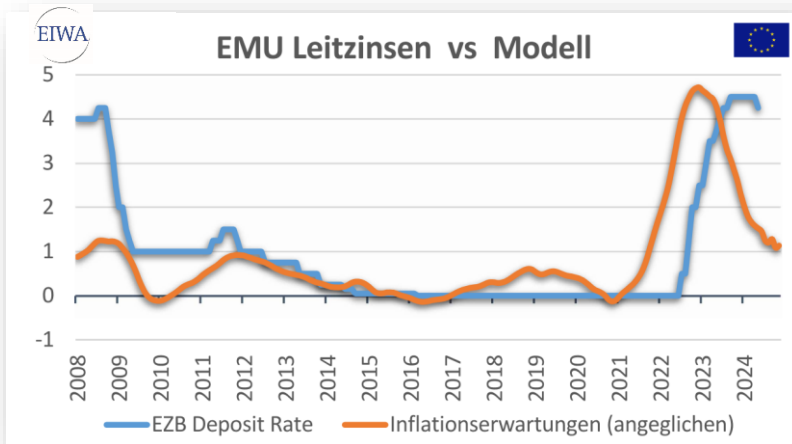
EMU Teuerung: Erdgas (Dutch Futures)



EMU Teuerung: Elektrizität (Germany Spot)



Leitzinsen der EZB



Leitzinsen: Die EZB senkt vor dem Federal Reserve

Wie weiter? Es sieht gut aus:

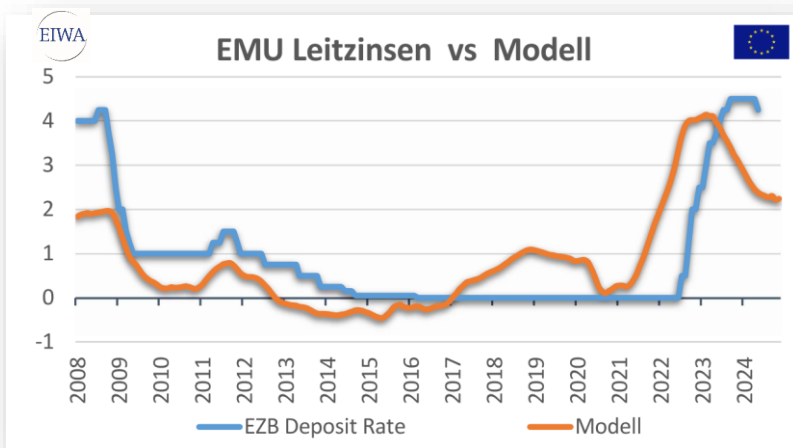
Teuerung: Unsere CPI-Modelle sehen noch Spielraum für tiefere Leitzinsen

Lohnwachstum: Unser Modell für das EMU-Lohnwachstum steht Zinssenkungen nicht im Weg

Inflationserwartungen: Implizieren tiefere Leitzinsen, da nahe des Notenbankziels

Arbeitsmarkt: Bockfest, spricht nicht für tiefere Leitzinsen

Leitzinsen der EZB



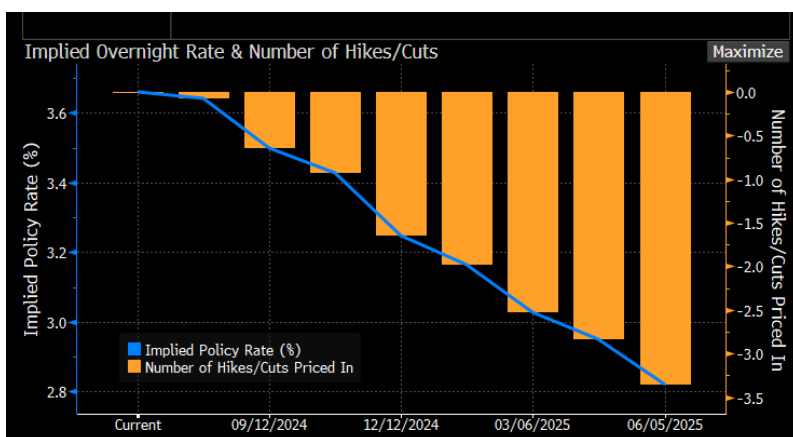
Modell:

Teuerungsmodelle	30%
Lohnwachstumsmodell	10%
Inflationserwartungen	20%
Taylor	10%
Arbeitslosenrate	30%

EZB Fazit: Beträchtlicher Raum für Zinsreduktionen im Euro-Raum:

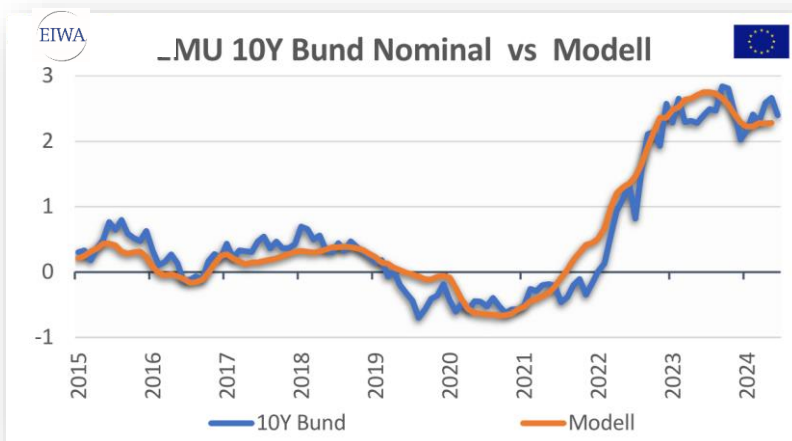
Die EZB hat mit der Wende begonnen, wir erwarten weitere Senkungen

- Als Wild Card verbleiben die Energiekosten der Haushalte
- Der Markt erwartet Zinsreduktion von 0.45% bis Ende Jahr



Kapitalmarktzinsen:

Deutscher Bund 10Y



„ Official interest rates are the highest in the euro’s quarter-century existence, and simply maintaining them at current levels adds to monetary tightening. Inflation is already around 150 basis points below the 4% deposit rate, creating positive real rates. But the central bank is also draining liquidity; both of its quantitative easing programs are shrinking, and the run down of its generous long-term funding operations saw banks hand back €250 billion (\$270 billion) last week. That leaves around €140 billion maturing by the end of the year. The screws are being tightened across the system. “ Markus Ashworth 6/2024

Kapitalmarktzinsen:

Ist der 10Y Bond attraktiv?

Ja, der Bund ist attraktiv: Hoher Coupon und die wichtigen Faktoren laufen in die richtige Richtung

- Die Leitzinsen wurden erst kosmetisch reduziert, die **Verankerung** der Zinsen durch die Leitzinsen funktioniert weiter
- Die **Inflationserwartungen** 5Y/5Y sind immer noch über dem Notenbankziel für die Inflation von 2%
- Das **Wirtschaftswachstum** ist seit geraumer Zeit fast komplett zum Erliegen gekommen, und ist damit nicht inflationär
- Das **QT** stützt weiterhin die hohen Zinsen
- Die **Taylor-Regel** spricht für fallende Zinsen
- Die **Zinsen** sind restriktiv
- Unsere Teuerungs- und Lohnwachstum-**Modelle** sprechen für tiefere Zinsen



Unser Case

CH

Teuerung: Tiefes Niveau, wenig Momentum

- CH CPI folgt v.a. dem U.S. CPI
- Keine Probleme bei den Importpreisen
- Administrierte Preise und Steuern sind kaum modellierbar
- Domestic Prices, v.a. Dienstleistungen sind weiterhin stark!

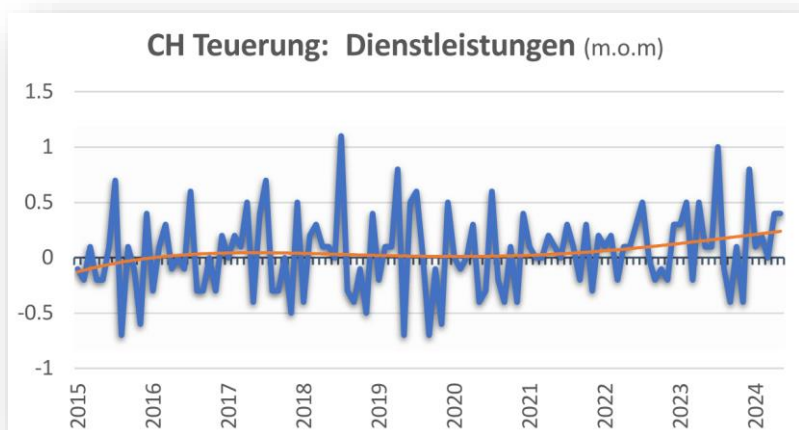
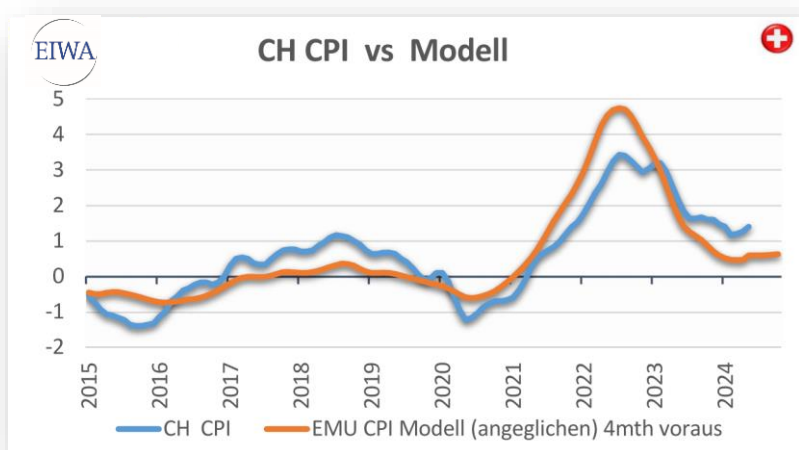
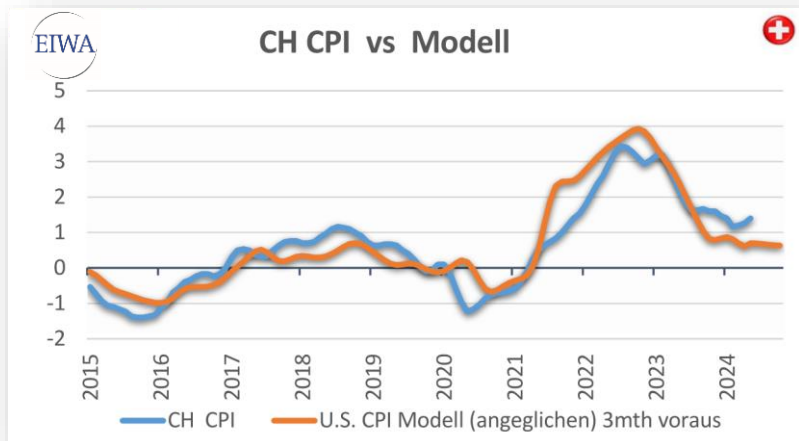
Leitzinsen: Komfortable Lage der SNB

- Die SNB hat die FX-Verkäufe eingestellt, da der importierte Inflationsdruck weg ist...
- Die Leitzinsdifferenz zugunsten des Euro ist happig...
- Die CPI-Differenz zu ungunsten des EUR wurde zurückgeführt auf normales Niveau
- Der EUR verfügt jetzt sogar über einen Realzinsvorteil
- Die SNB hat bereits zwei Zinssenkungen ausgeführt, den Markt überrascht
- Waren die französischen Wahlen der Grund für den zweiten Zinsschritt der SNB?
- Das Auseinanderdriften der Verschuldung Frankreichs und Deutschlands ist augenfällig
- Die Gefahr einer Rücknahme der Reformen in Frankreich erhöht die Risikospreads
- EUR/CHF profitiert seit geraumer Zeit von stabilen Finanzmärkten
- Vielleicht hat sich die SNB gegen einen möglichen Umschwung im GFSI gehedged
- Per saldo: Die 2 Zinssenkungen sind gut nachvollziehbar

10Y Eidgenosse: **Fair gepriced**

- Unser Leitzinsmodell für die SNB ist bullish
- Unser Modell für den Bund hält die Bewertung oben
- Unser CH CPI-Modell ist bullish
- Die kurze Kurve sorgt für Aufwärtsdruck

Wie attraktiv ist der Eidgenosse?



Teuerung: Tiefes Niveau, wenig Momentum

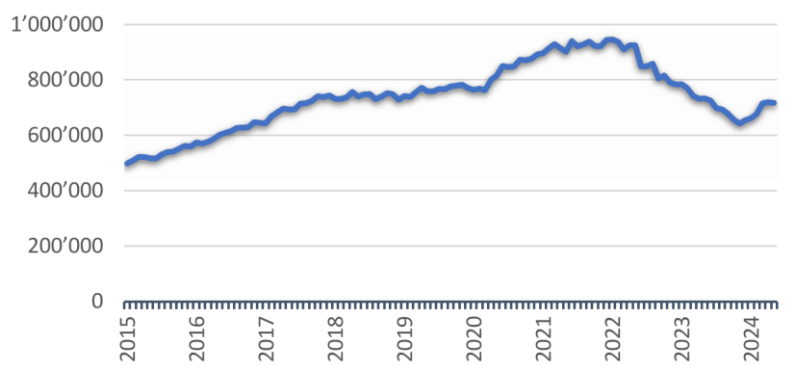
Die wichtigsten Treiber

- CH CPI folgt v.a. dem U.S. CPI
- Überhaupt keine Probleme bei den Importpreisen
- Administrierte Preise und Steuern sind kaum modellierbar
- Domestic Prices, v.a. Dienstleistungen sind weiterhin stark! Z. B. die Mieten:

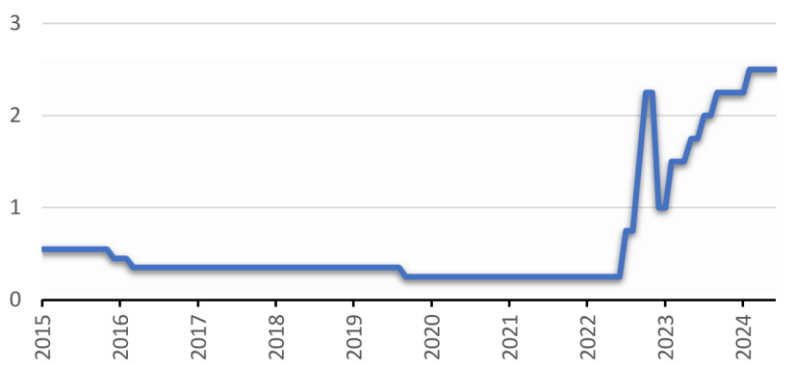
„Zwar ist die Schweizer Inflation im Mai konstant geblieben, und zwar auf einem Niveau von 1,4 Prozent gegenüber dem Vorjahresmonat. Doch hinter dem Durchschnittswert verbergen sich grössere Verschiebungen. Ins Auge sticht vor allem der Anstieg der Wohnungsmieten. Diese haben gegenüber dem Vorjahr um 3,4 Prozent und gegenüber dem April um 1 Prozent zugelegt. Und weil die Mieten im Preisindex ein Gewicht von 15 Prozent haben, prägt das Wohnen die Inflation in besonderem Mass. (...) klammert die Mietkosten aus, resultiert eine Inflation von nur noch 0,9 Prozent. Damit erschiene der Spielraum für weitere Zinssenkungen, eventuell schon im Juni, bereits etwas grösser.“ Thomas Fuster in NZZ 6/2024

Wie attraktiv ist der Eidgenosse?

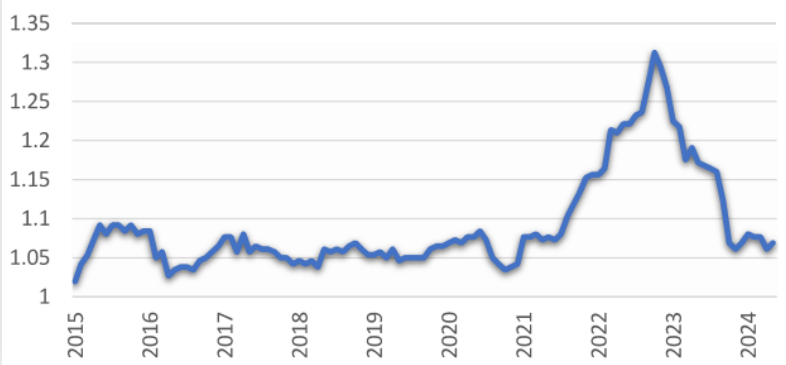
CH Währungsreserven (CHF mio)



Leitzinsdifferenz EUR vs CH



CPI-Differenz (realisiert) EUR vs CH



Realzins-Differenz 5Y Bunds vs Eidgenosse



SNB & die Währung:

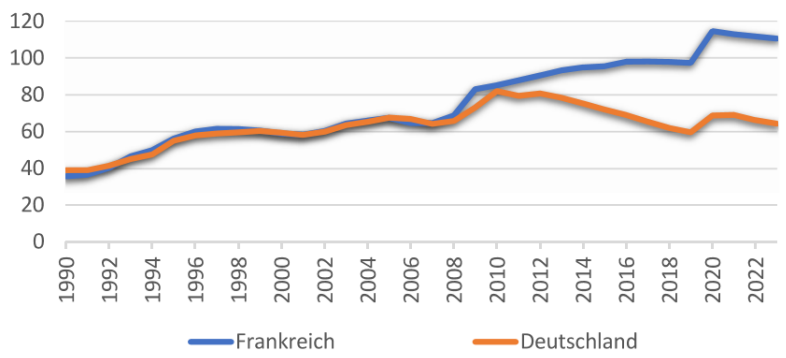
Eigentlich wäre alles perfekt für die SNB

- Die SNB hat die FX-Verkäufe eingestellt, da der importierte Inflationsdruck weg ist...
- Die Leitzinsdifferenz zugunsten des Euro ist happig...
- Die CPI-Differenz zu ungunsten des EUR wurde zurückgeführt auf ein Niveau, das historisch normal ist
- Der EUR verfügt jetzt sogar über einen Realzinsvorteil

„ Wieso hat die SNB die Inflation mit eher niedrigen Zinsen in den Zielbereich drücken können, während dies dem Fed mit drei Mal höheren Zinsen nicht gelingt? Wohl deshalb, weil der Inflationsrückgang in der Schweiz relativ wenig zu tun hat mit den Leitzinsen. Die monetäre Straffung seit 2023 ist primär auf den erstarkten Franken zurückzuführen, wie jüngst an einem SNB-Anlass gezeigt wurde. Demnach hat der Wechselkurs in keinem anderen Land eine so grosse Bedeutung für die monetäre Straffung. Der Leitzins ist somit im kleinen Exportland Schweiz, anders als in den USA mit ihrem grossen Heimmarkt, ein Nebendarsteller. Die Hauptrolle spielt der Franken. Er sorgt für günstigere Importe und dämpft so die Teuerung.“
Thomas Fuster in NZZ 5/2024

Wie attraktiv ist der Eidgenosse?

Staatsverschuldung



Frankreich: Das politische Risiko

Waren die französischen Wahlen der Grund für den zweiten Zinsschritt der SNB?

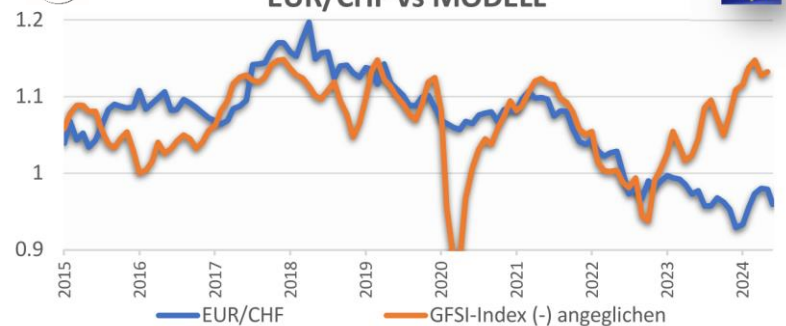
- Das Auseinanderdriften der Verschuldung Frankreichs und Deutschlands ist augenfällig
- Die Gefahr einer Rücknahme der Reformen in Frankreich durch eine neue Regierung hat die Spreads emporschnellen lassen
- EUR/CHF profitiert seit geraumer Zeit von stabilen Finanzmärkten
- Dies wird verdeutlicht durch den GFSI-Index (Global Financial Stress Index Bank of America)
- Vielleicht hat sich die SNB gegen einen möglichen Umschwung im GFSI gehedged

10Y Spread Frankreich ./ . Deutschland



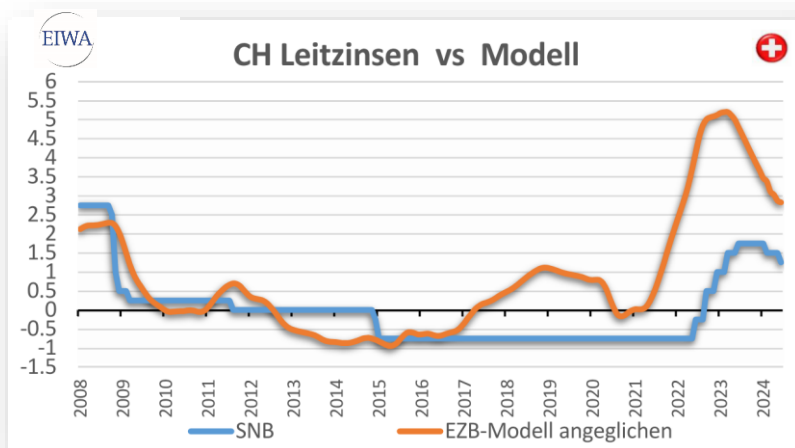
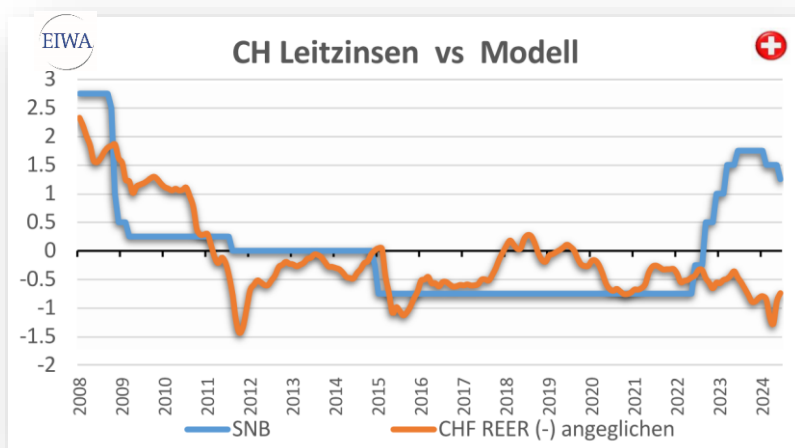
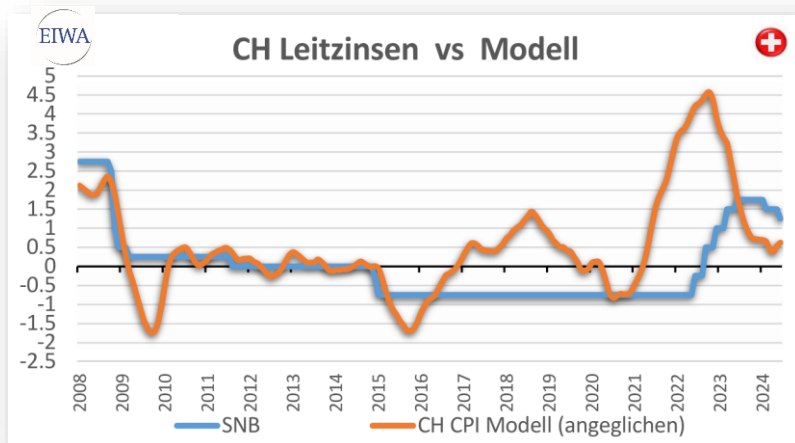
EIWA

EUR/CHF vs MODELL



„ Auf andere Finanzzentren dieser Welt kommen Turbulenzen aufgrund von geopolitischen Spannungen oder einer untragbaren Staatsverschuldung zu. Diese wird zu einem Abwertungswettlauf jener Währungen führen und wahrscheinlich zu einer Umstrukturierung von staatlichen Schulden. Die Schweiz wird dann noch mehr als Ort der Stabilität gelten als heute.“
Renaud de Planta in NZZ 5/2024

Wie attraktiv ist der Eidgenosse?



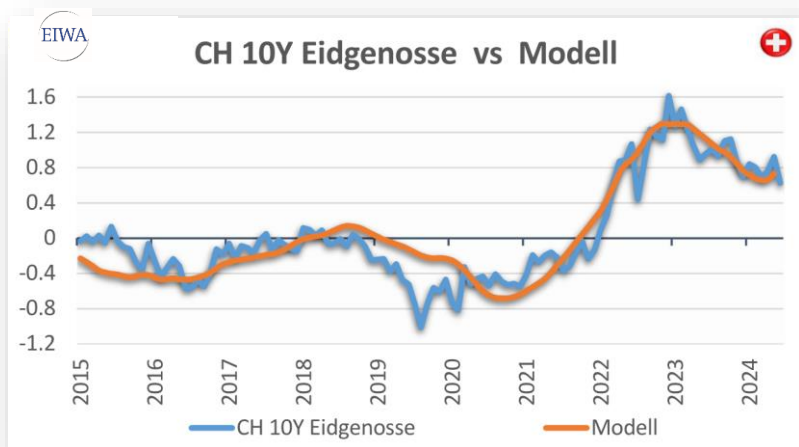
Leitzinsen: Bereits 2 Senkungen!

Die 2 Zinssenkungen sind gut nachvollziehbar

- Die Teuerung in der CH wurde entschärft, sie steht gemäss unserer Prognose weiteren Zinsreduktionen nicht im Wege
- Der Aussenwert des CHF ist wichtig in der Reaktionsfunktion der SNB. Wird der REER zu stark, werden die Leitzinsen reduziert. Noch ist der Trend nach oben nicht gebrochen
- Kommt hinzu, dass die EZB gemäss unserer Sicht noch über Senkungspotential verfügt

„ seit dem Zinsscheid im März ist die Schweizer Teuerung nicht gesunken, sondern gestiegen. Das Niveau von 1,4 Prozent mag im internationalen Vergleich niedrig sein. Tatsache bleibt: Die Inflation verharrt in der oberen Hälfte des Zielbandes von 0 bis 2 Prozent. Kommt hinzu, dass die Teuerung derzeit vor allem von inländischen Dienstleistungen herrührt, und diese Inflation ist erfahrungsgemäss besonders schwierig wegzubringen. Auch das konjunkturelle Umfeld taugt kaum als Erklärung. Die Schweizer Wirtschaft mag zwar nur moderat wachsen. Sie hat in den letzten paar Quartalen aber positiv überrascht, und die Arbeitslosigkeit verharrt auf niedrigem Niveau. Und weil auch in Europa die Konjunktur jüngst wieder an Schwung gewonnen hat, rechnet selbst die SNB damit, dass sich die wirtschaftliche Entwicklung der Schweiz mittelfristig durch eine stärkere Auslandnachfrage schrittweise verbessern werde. Das ist **kein Umfeld, das nach monetärer Anschubhilfe ruft.**“ Thomas Fuster in NZZ 5/2024

Wie attraktiv ist der Eidgenosse?



10Y Eidgenosse: xx

Fair gepriced

- Unser Leitzinsmodell für die SNB ist bullish
- Unser Modell für den Bund hält die Bewertung oben
- Unser CH CPI-Modell ist bullish
- Die Kurze Kurve sorgt für Aufwärtsdruck

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.