

Fixed Income 3/2024:

Warum der Bund (trotzdem) ein BUY ist

«Citigroup said this week that markets would be wise to start hedging for the possibility that the Federal Reserve reverts back to raising rates after a brief easing cycle. “The market should price in some risk of future hikes – look to 1998,” Citi’s Jason Williams wrote in a note. This cycle “could be more akin to the 1998 easing cycle, which was short-lived and led to more rate hikes.”

Bloomberg 2/2024

«But what if the Fed doesn’t cut at all?»

Torsten Slok 3/2024



Das **Eurozone-CPI** migriert Richtung Notenbank-Ziel

Wir glauben trotz starker Lohnabschlüsse nicht an eine **Lohn-Preis-Spirale**

Auch die **Dienstleistungssteuerung** dürfte zurück kommen

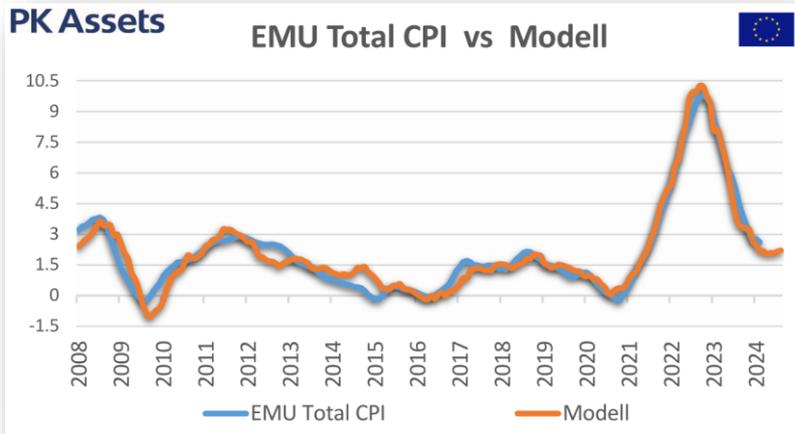
Die **Inflationserwartungen** spielen mit

Die **EZB** bekommt in diesem Jahr beträchtlichen Raum für Leitzinssenkungen

Die **wirtschaftliche Dynamik** in der Eurozone steht Zinsreduktionen nicht im Wege

Fazit: **Buy**

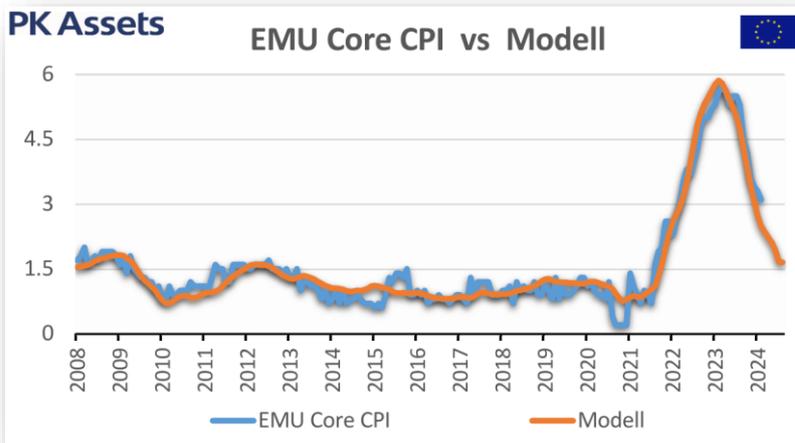
Wohin gehen die Preise?



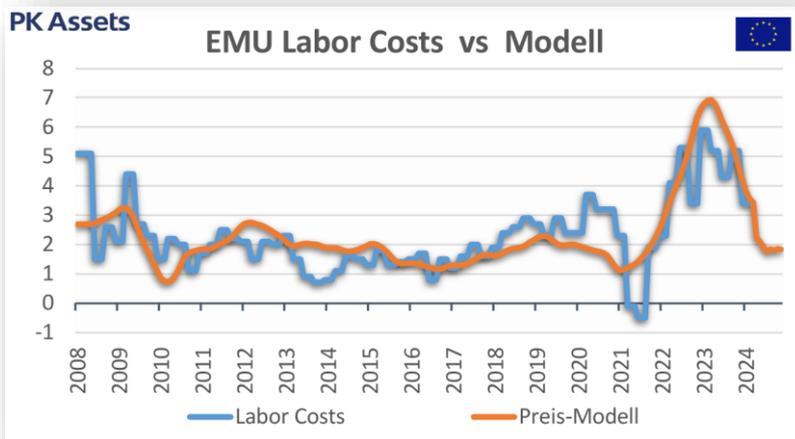
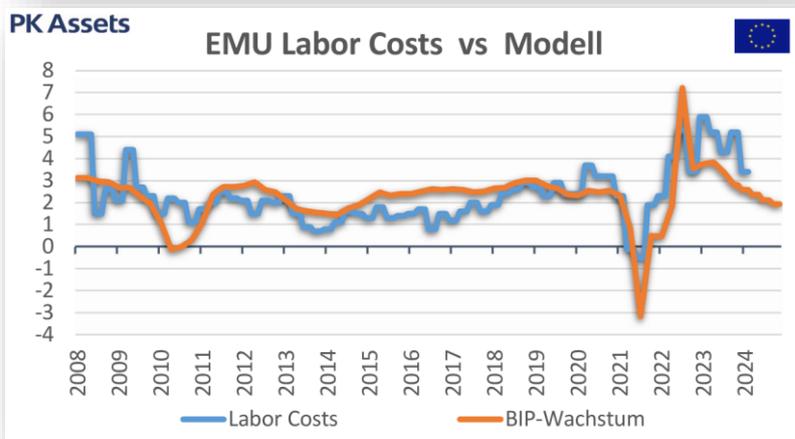
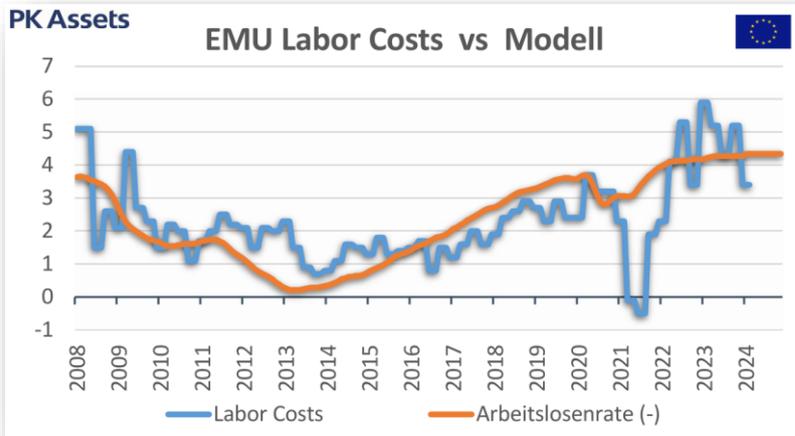
Wohin geht die Reise mit den Preisen?

Das Eurozone-CPI migriert Richtung Notenbank-Ziel

- Die Vorläufer für die Totale Teuerung und die Vorläufer für die Kernrate implizieren das Erreichen des Notenbankziels in den kommenden Monaten



Gibt es eine Preis-Lohn-Spirale?



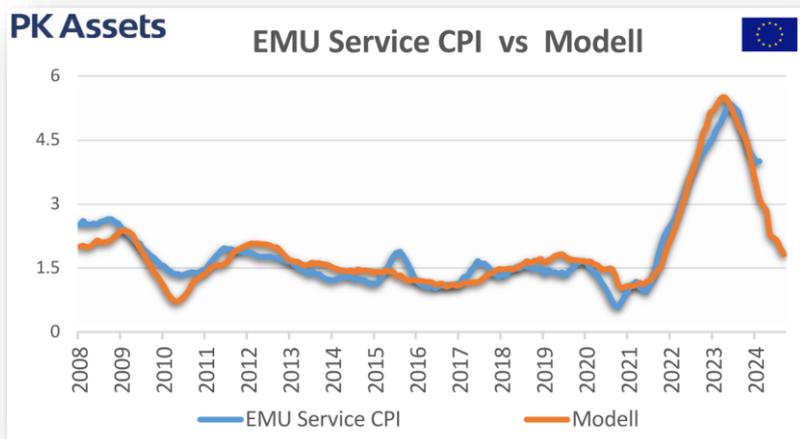
Kommt eine Lohn/Preis-Spirale?

Kaum! Wir glauben, dass das Lohnkostenwachstum weiter zurück kommt

- Zwar gibt es keine Anzeichen, dass die Arbeitslosenrate steigt - was mit hoher Wahrscheinlichkeit die Lohnwachstumsrate bändigen würde - ...
- ...aber die wirtschaftliche Dynamik nimmt ab...
- ...und unsere Modelle für die Preise eine Abnahme des Lohndrucks, denn die Löhne folgen den Preisen, nicht umgekehrt!

„Zwei wichtige Ursachen für das zähe Sinken der Kernrate sind der robuste Arbeitsmarkt in Europa und die daraus resultierenden hohen Tariflohn-Abschlüsse. Die Arbeitslosenquote in der Euro-Zone liegt trotz konjunktureller Stagnation auf dem rekordtiefen Niveau von 6,4 Prozent. Zugleich haben die Tariflohn-Abschlüsse im vierten Quartal um 4,5 Prozent zugelegt, nach 4,7 Prozent im dritten Quartal. Die Löhne sind einer der wichtigsten Treiber der Inflation, weshalb die EZB vorsichtig mit schnellen Zinssenkungen ist. Einschlägige Indikatoren deuten zudem darauf hin, dass die Tariflöhne auch 2024 um 4 bis 5 Prozent zulegen dürften. Insofern ist mit einem anhaltenden Inflationsdruck zu rechnen.“
Michael Rasch in NZZ 3/2024

Spielt der Dienstleistungssektor mit?



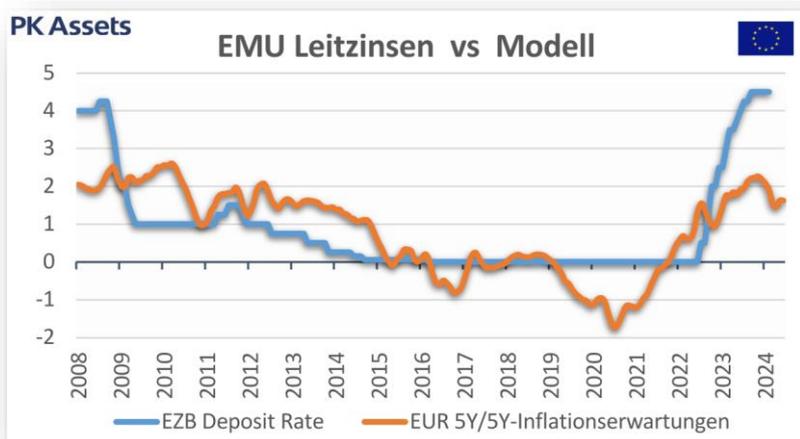
„Services account for around 65% of the eurozone core inflation basket, and wages represent a significant share of firms' overall cost structure. It is doubtful that inflation can sustainably return to 2% without a moderation in wage growth from current elevated rates.“

BNP Paribas 2/2024

Und was machen die Dienstleistungspreise?

Auch hier: Das Preiswachstum bei den Dienstleistungen bewegt sich Richtung Notenbank-Ziel

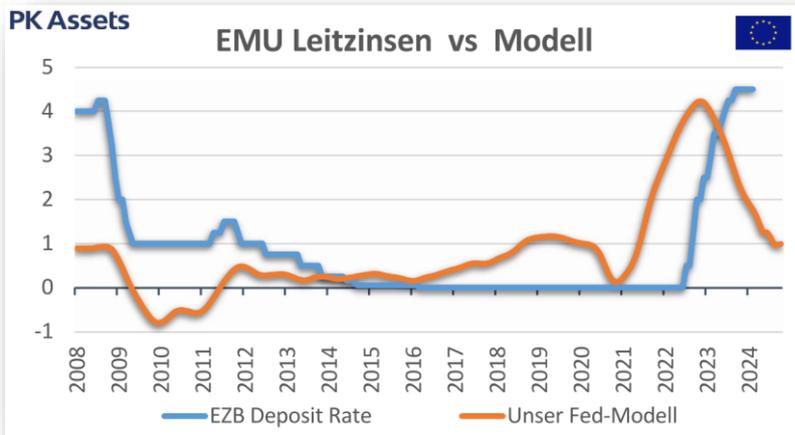
- Die Dienstleistungsteuerung folgt der Kern- und totalen Teuerung
- Und die Löhne legen gemäss unseren Modellen bei den Dienstleistungen keine Steine in den Weg
- Dies ist wichtig, sind doch die Löhne die Hauptkostenkomponente bei den Dienstleistungen



Auch bei den Inflationserwartungen ist keine Panik in Sicht

- Dies unterstützt den Case für tiefere EZB-Leitzinsen

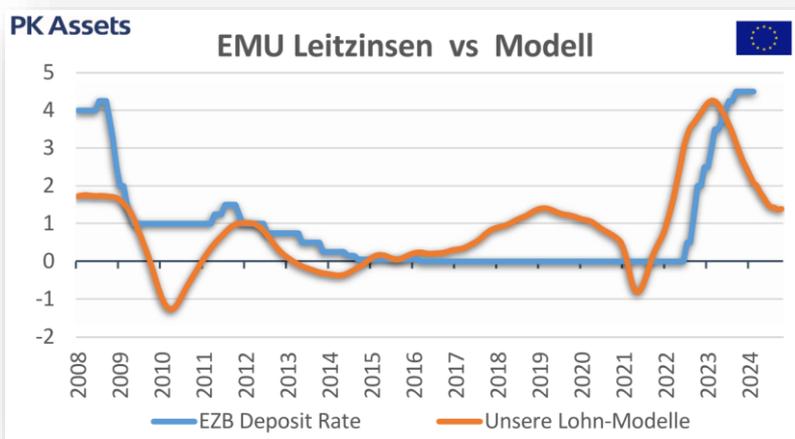
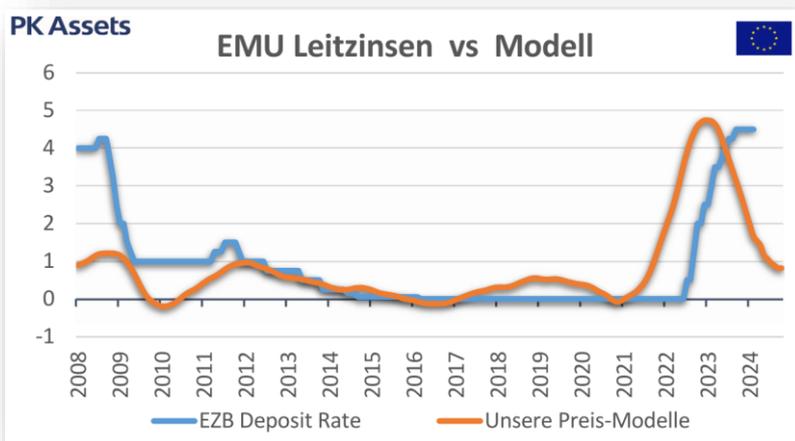
Welches sind die Implikationen für die EZB?



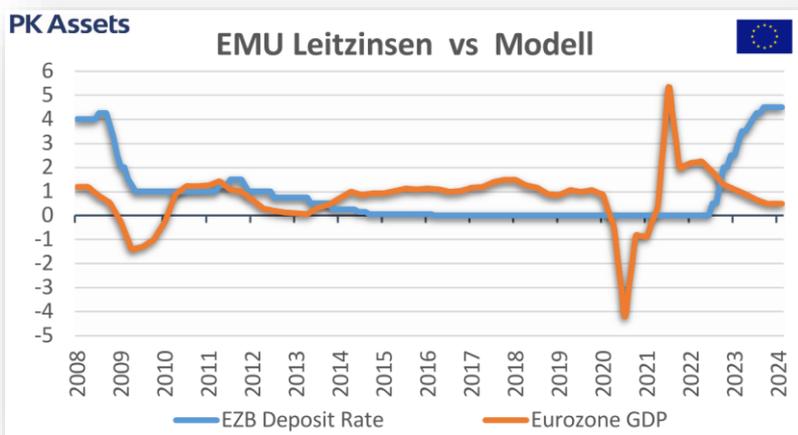
Was bedeutet das für die Leitzinsen der EZB?

Die EZB bekommt in diesem Jahr beträchtlichen Raum für Leitzinssenkungen

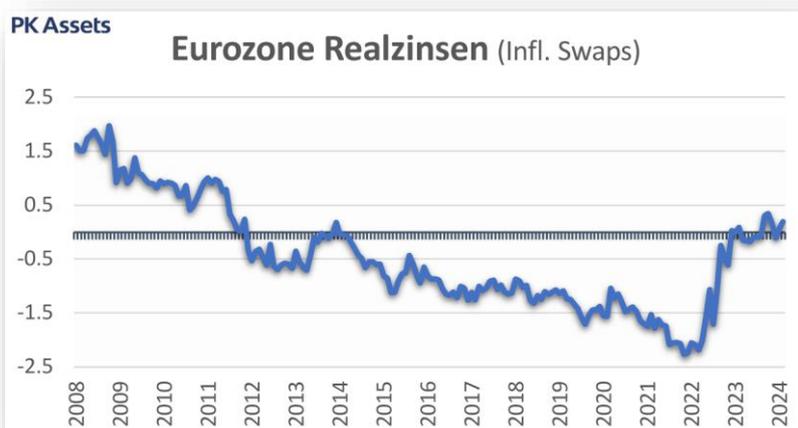
- Die EZB folgt in der Regel dem Fed mit ein paar Monaten Abstand; unser Modell für das Fed ist bullish
- Unsere Modell für das Preiswachstum sind bullish
- Unser Modell für das Lohnwachstum ist bullish
- Die Inflationserwartungen sind moderat: Kein Problem



Welches sind die Implikationen für die EZB?



*„Europe Playing With Fire
Eurozone's GDP growth printed at another meagre 0.0% in Q4 2023. The European economy is flat like a pancake, and some countries are basically in a recession already - especially the ones which are highly exposed to China, manufacturing (Germany) or the real estate market (Finland). Yet, the ECB keeps telling us it's too early to proceed with interest rate cuts. Lagarde won't admit it publicly, but like many other colleagues she's looking at Powell to give his green light for cutting rates. And while she waits, growth and inflation keep trading lower while ECB rates remain prohibitively high - policy keeps tightening for the real economy.“
Alfonso Peccatiello 3/2024*



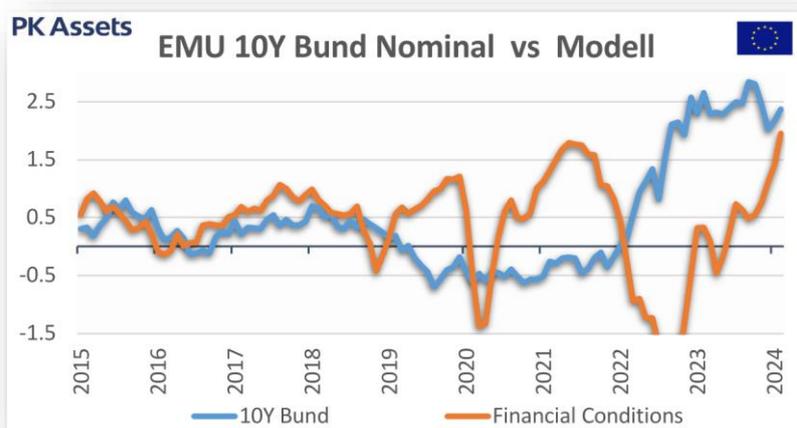
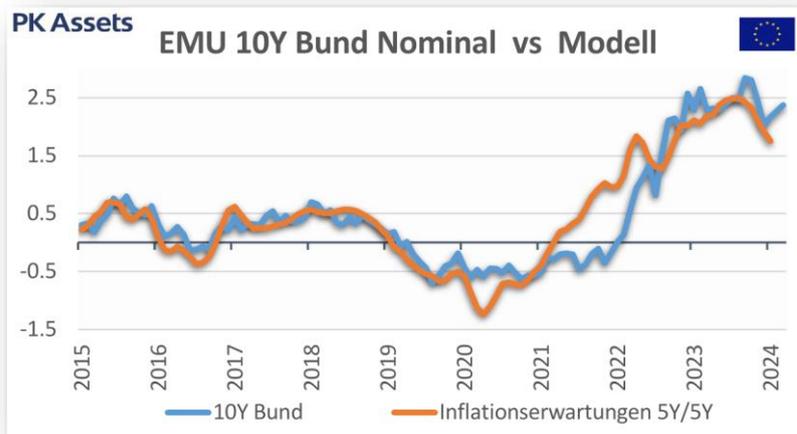
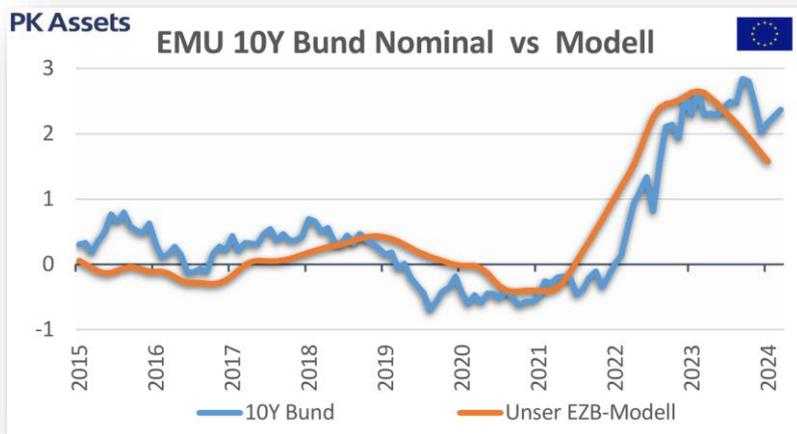
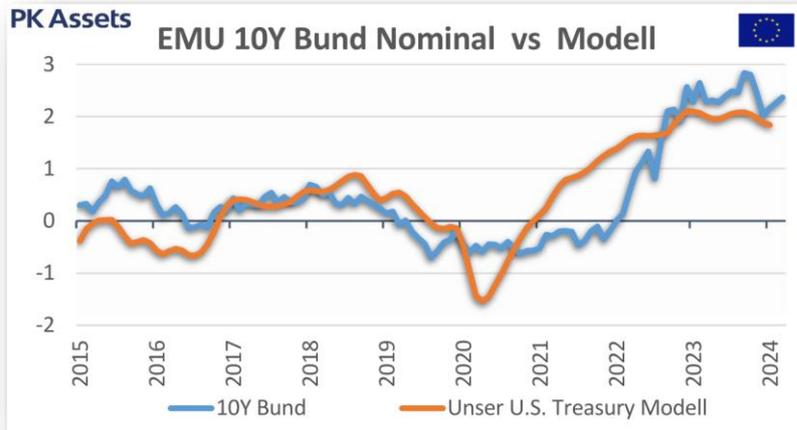
Wie steht es um die wirtschaftliche Dynamik in der Eurozone?

Die wirtschaftliche Dynamik in der Eurozone steht Zinsreduktionen nicht im Wege

- Die europäische Wirtschaft tut sich offensichtlich schwer mit dem Abschied vom Gratisgeld
- Es werden zwar durchaus optimistische Prognosen erstellt, aber angesichts positive Realzinsen sehen die Aussichten für ein inflationäres Wachstum nicht gut aus

*„An ECB deposit rate of 4% while core inflation is already trending at 2% for quarters effectively imposes a policy rate of +2% in real terms (!) on a very fragile European economy. Last time ECB rates were above the underlying trend of core inflation for a sustained period of time was 1999 or 2007. It didn't end well as Europe isn't equipped to handle largely positive real policy rates for too long.“
Alfonso Peccatiello 3/2024*

Was heisst das für den europ. Benchmark Bond?

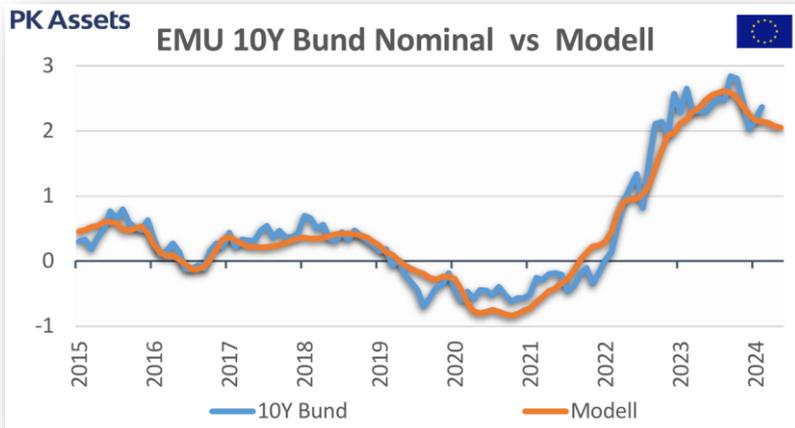


Treiber des 10Y-Bund-Zinses

Strukturelle Gegenkräfte

- Der deutsche Bund ist eng mit dem U.S. Treasury korreliert, wobei der Treasury als Leitmarkt funktioniert
- Der Bund ist verankert durch die Leitzinsen, unser Modell ist bullish
- Die Inflationserwartungen sind wichtig, denn sie treiben die Zinskurve
- Die Financial Conditions sind so gut, dass die EZB zögern dürfte, schnell die Zinsen zu reduzieren, und über eine Verbesserung der Finanzierungsbedingungen so Inflation zu entfachen
- Die Bilanzverkürzung der Grossen Notenbanken sorgt für Aufwärtsdruck auf die Zinsen

Was heisst das für den europ. Benchmark Bond?



„If the euro-area economy, already teetering on recession, weakens further, the ECB’s competence will come under fire. Getting policy wrong twice in a row — having been too slow to react to soaring inflation and then keeping borrowing costs too high for too long — isn’t a great look. The ECB was tardy ending eight years of negative rates only in summer 2022, tightening policy several months after the Bank of England and Federal Reserve. It needs to be more proactive this time as it’s the steward of the weakest economy. German manufacturing has been deep into recession territory for over a year, with France on a similar trajectory.“

Marcus Ashworth 1/2024

Fazit: **Buy**

Warum?

- Wir glauben: Das Eurozone-CPI migriert Richtung Notenbank-Ziel
- Wir glauben trotz starker Lohnabschlüsse nicht an eine Lohn-Preis-Spirale
- Auch die Dienstleistungsteuerung dürfte zurückkommen
- Die Inflationserwartungen spielen mit
- Die EZB bekommt in diesem Jahr beträchtlichen Raum für Leitzinssenkungen
- Die wirtschaftliche Dynamik in der Eurozone steht Zinsreduktionen nicht im Wege

Deshalb:

- Wir glauben, dass die EZB bald kapitulieren wird, trotz aller Rhetorik
- Wild Card: Energie-Preise...
- ...und Financial Conditions

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](#)

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

Marktanalysen PK Assets AG:

Disclaimer

Alle in diesen Marktanalysen verwendeten Zahlen und Fakten wurden nach bestem Wissen und Gewissen gesammelt und von verschiedenen Quellen bezogen, wir können aber die Akkuratessse nicht garantieren. Die in diesen Marktanalysen geäusserten Meinungen und Schlussfolgerungen sind ausschliesslich jene des jew. Autors und basieren auf den Kontext und den Rahmendaten des jew. Augenblicks der Niederschrift. Diese Marktanalysen dienen ausschliesslich der Information und sind keinesfalls Anlagevorschläge. Die historische Performance ist nicht indikativ für zukünftige Performance. Die Meinung des Autors ist weder objektiv noch sind die Schlussfolgerungen geeignet für massgeschneiderte Anlageentscheide des geschätzten Lesers.

Flagship-Präsentation:

Zinsen Quartals-Update **Dezember 2023: "Bonds: Der Bulle ist los!" [download](#)**

[Inputs Q1 2024](#)

Fixed Income: Der Bulle ist los! [download](#)

Währungen: Taktische Allokation [download](#)

Makro-Zahlen: 1. Dreht die U.S. Arbeitslosenrate nach unten? [download](#)

Makro-Zahlen: 2. Fällt das U.S. Lohnwachstum weiter? [download](#)

Makro-Zahlen: 3. Fällt die U.S. Core PCE-Inflation weiter? [download](#)

Makro-Zahlen: 4. Welches ist die Reaktionsfunktion des Fed in den nächsten Monaten? [download](#)

Wir freuen uns auf Ihr Feedback auf j.lutz@pkassets.ch

und:

Besuchen Sie uns auf www.pkassets.ch

Wir halten unsere Leser für gescheite Leute, trotzdem ein kleiner Disclaimer:

Disclaimer

Alle in diesen Marktanalysen verwendeten Zahlen und Fakten wurden nach bestem Wissen und Gewissen gesammelt und von verschiedenen Quellen bezogen, wir können aber die 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.