

Fixed Income 3/2024:

Zins Angst... gerechtfertigt?

«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

Unser Case

Obligationen Ausland:

USA

- Unser Case für die Leitzinsen ist **bullish**
- Die Notenbank erhält im 2024 grossen Spielraum für Zinssenkungen
- Die Inflation erweist sich seit einigen Monaten als störrisch, was vor allem von höheren Öl-Notierungen herrührt, diese sind jedoch nicht prognostizierbar
- Wir finden einige Gründe, im Bereich Teuerung trotzdem an den optimistischen Case zu glauben
- Der Arbeitsmarkt überrascht seit geraumer Zeit mit seiner Stärke. Wir glauben, dass er stark bleibt, aber in die richtige Richtung tendiert, womit er Zinssenkungen nicht im Wege stehen dürfte
- Die Reflation, die durch die irritierende Korrelation mit der 1966-1982-Episode impliziert wird, ist definitiv nicht auszuschliessen, liegt aber ausserhalb des Horizonts unserer Analyse
- Als wichtigste Kennzahl des Jahres 2024 identifizieren wir die Jobless Claims
- Wie profitabel das Bond-Jahr 2024 wird hängt von der Konjunktur ab. Wir finden einige Gründe gegen ein No-Landing, aber auch ein starkes Zeichen für ein No-Landing: Die Monetary Conditions
- Unsere Konjunkturindizes sind allesamt ohne Momentum
- Der grösste Katalysator für ein Bond-Rally wäre ein Aktien-Crash und/oder ein Sprung in den Spreads, welchen den Bremsklotz für das Fed lösen würde
- Summa Summarum: Der U.S. Treasury sieht **attraktiv** aus

Eurozone

- Das Eurozone-CPI migriert Richtung Notenbank-Ziel
- Wir glauben trotz starker Lohnabschlüsse **nicht** an eine Lohn-Preis-Spirale
- Auch die Dienstleistungsteuerung 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: Der Bund sieht **attraktiv** aus

Obligationen CH:

- Wir erwarten noch tiefere Teuerung, es sei denn die Währung dreht massiv
- Der Leitzinsentscheid der SNB war nachvollziehbar
- Die Zinsen somit gut darstellbar
- Fazit: Der Eidgenosse sieht **fair** ge-priced aus

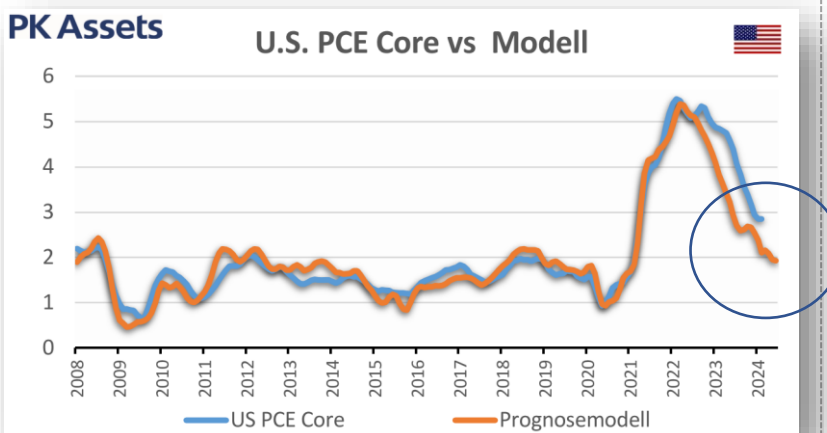
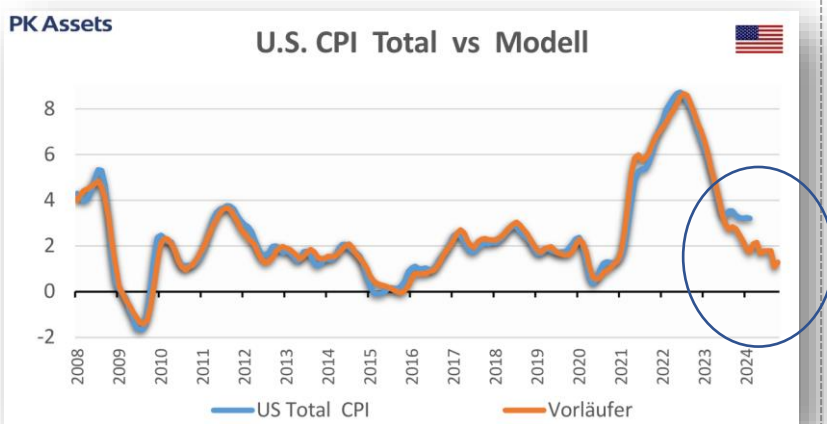


Unser Case für die U.S. Leitzinsen ist **bullish**

Wir glauben weiterhin an eine substantielle Reduktion in der Teuerung auf Basis Jahresveränderung

Unsere Modelle zeigen:

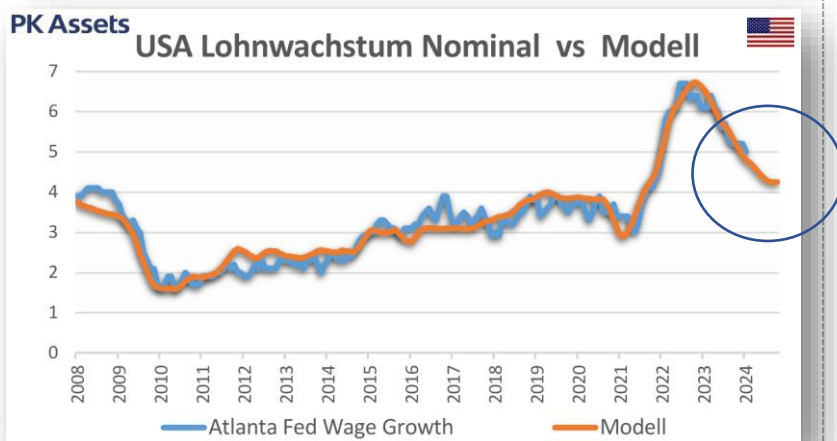
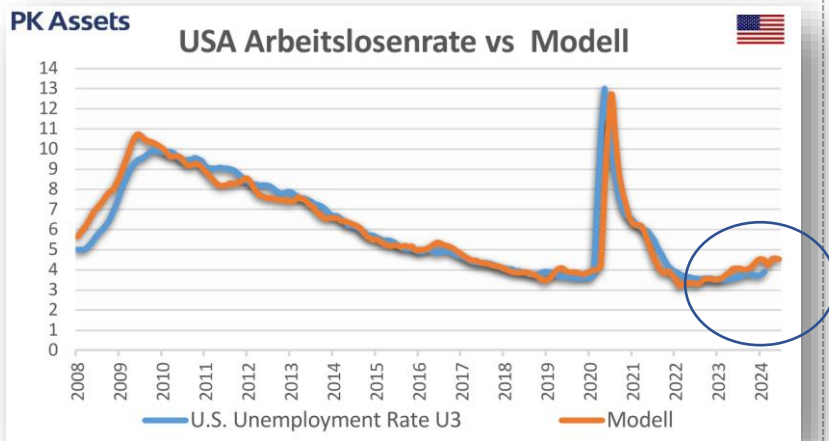
- CPI Food konsolidiert auf 2%
- CPI Core Goods sind nicht mehr disinflationär
- OER sollte deutlich fallen
- Energie ist deutlich im Aufwind
- Core Services dürften im Jahresverlauf auf das Notenbank-Ziel fallen
- Somit: Die Inflation dürfte gemäss unseren Modellen weiter fallen (mit der Wildcard Benzin)
- So dass das primäre Ziel der Notenbank, das PCE Core-Mass auf das gewünschte Niveau von 2% zustreben dürfte.



Wir glauben, dass sich der Arbeitsmarkt langsam weiter entspannt

Unsere Modelle zeigen:

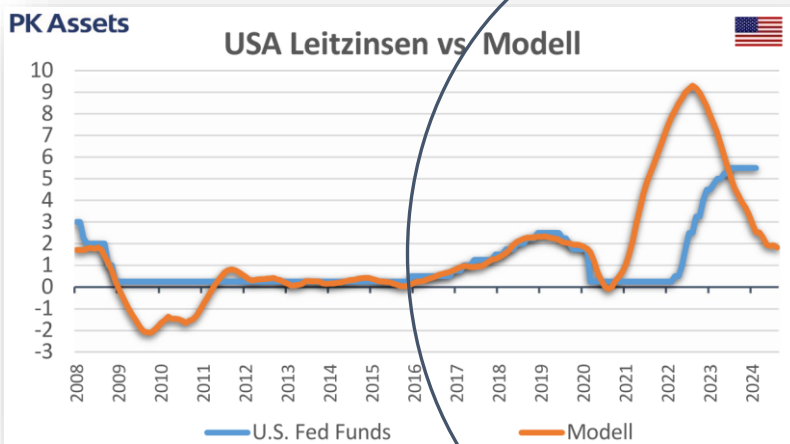
- Der Arbeitsmarkt ist sehr eng mit der Konjunktur getaktet
- Unsere Vorläufer schauen lediglich 4-5 Monate in die Zukunft und sprechen für eine leicht höhere Arbeitslosenrate in diesem Horizont
- Das Lohnwachstum dürfte sich weiter entspannen, von aktuell 5% auf 4% bis spät ins 2024
- Somit: Keine Implosion sondern nur ein gradueller, langsamer Prozess...
- ..aber immerhin: in die richtige Richtung



Stetiges Abgleiten der Jahresteuierung auf Basis Jahresveränderung mit moderat entspannendem Arbeitsmarkt bedeutet: **Zinssenkungen**

Unser Modell zeigt:

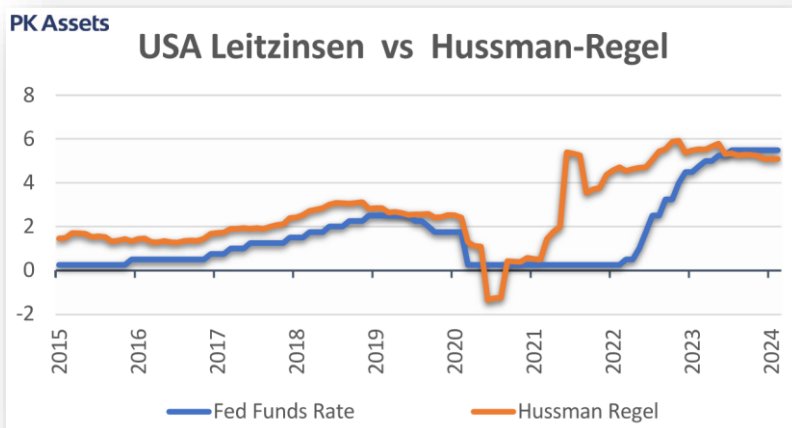
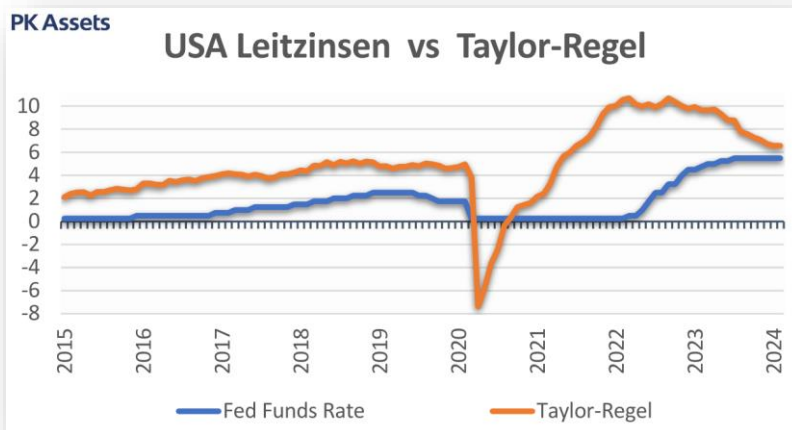
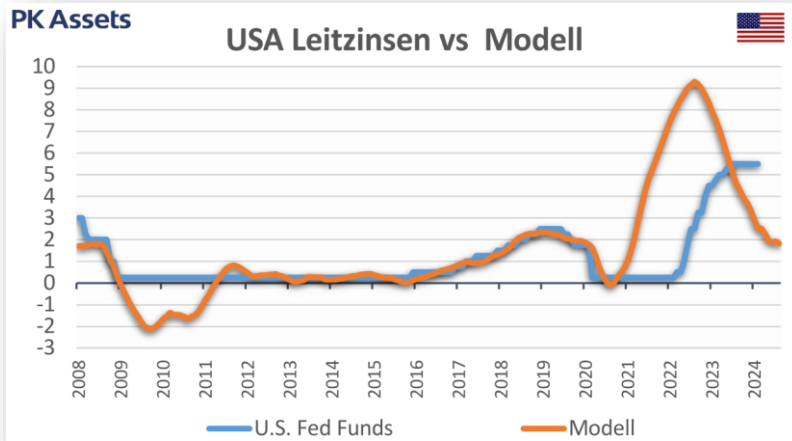
- Wir glauben weiterhin an eine substantielle Reduktion in der Teuerung auf Basis Jahresveränderung
- Wir glauben, dass sich der Arbeitsmarkt langsam etwas entspannt
- Gewichten wir die Teuerung und den Arbeitsmarkt zu je 50%, dann resultiert ein relativ grosser Zinssenkungsspielraum für die Notenbank



Die Ausgangslage für die Kapitalmarktzinsen sind somit:

bullish

Wie stehen wir in der Landschaft?



- Unser Notenbank-Modell ist bullish

- Das Taylor-Modell für die USA ist nicht vorausschauend, zudem wesentlich volatiler, aber es geht in die gleiche Richtung; interessant: Gemäss Taylor ist das Fed immer noch akkomodativ

- Die Hussman-Regel für die USA ($0.25 \cdot \text{Kernteuerung} + 0.25 \cdot \text{Nom. BIP-Wachstum} + 0.5 \cdot \text{3Mt-Zinsen}$) ist ebenfalls nicht vorausschauend und impliziert noch keinen Pivot



Unser Case für die U.S. Leitzinsen ist **bullish**

Aber:

Bei den Inflationsraten ist nicht alles Gold was glänzt

Verhindert die störrische Inflation die Zinssenkungen?

„Treasury yields spiked in recent days and are on the cusp of setting new highs for the year as data continues to point to persistent inflation, which is causing traders to push back their timetable for US monetary easing.“ Bloomberg 3/2024

„Kit Juckes of Societe Generale took it a step further than Citi. The chief FX strategist said that the Fed's next move could actually be a hike rather than a cut, given that more than 500 basis points of tightening since 2022 has done little to cool the US economy.“ Bloomberg 2/2024

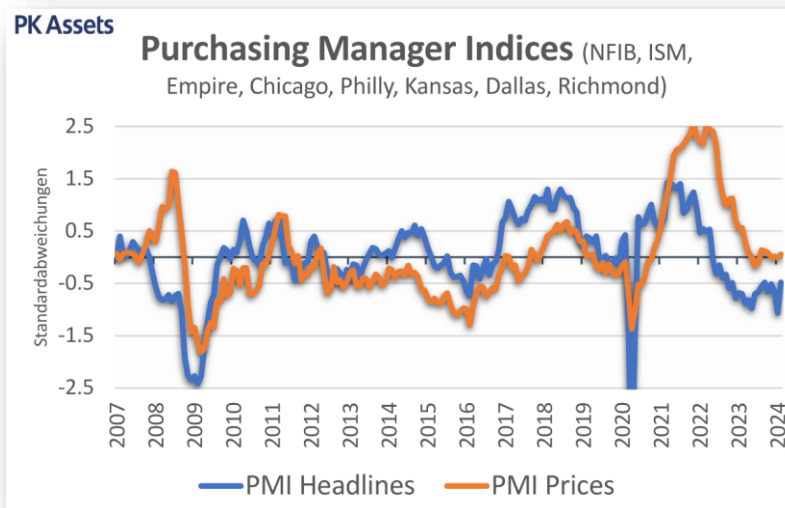
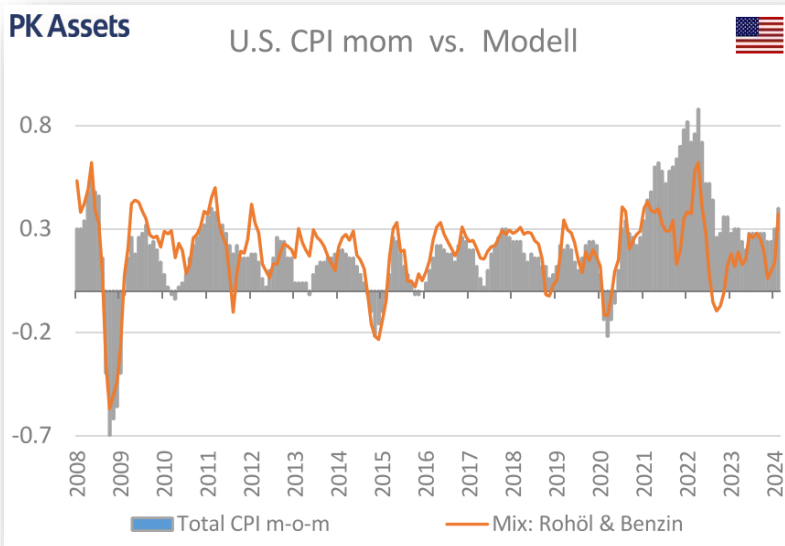
Aufregung Im Bondmarkt:

„Die Inflation ist zurück, die Zinsen dürfen nicht runter“

Ist die Inflation tatsächlich ein Problem?

Kaum:

Es sind v.a. die Ölpreise, die im 2024 eine Gegenreaktion nach oben machen, und die Inflation anfachen....

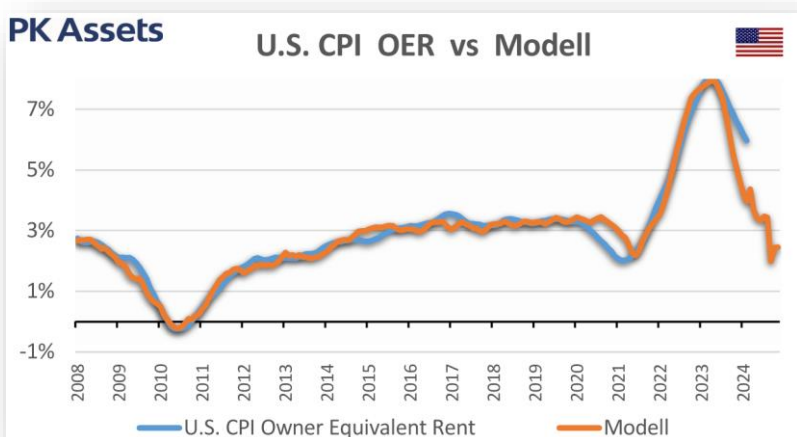
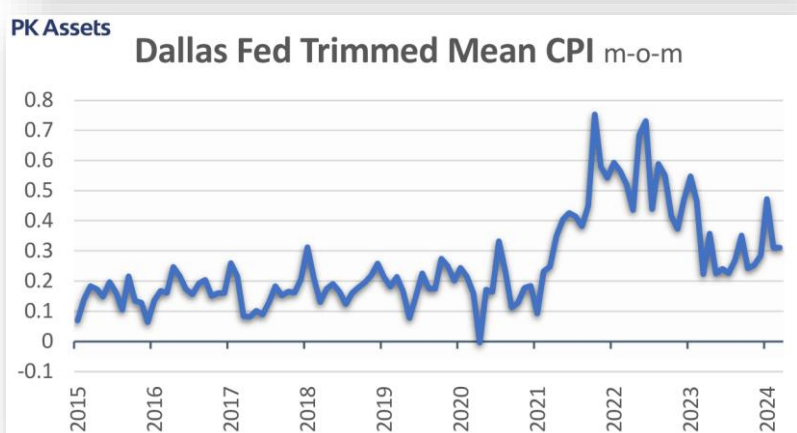
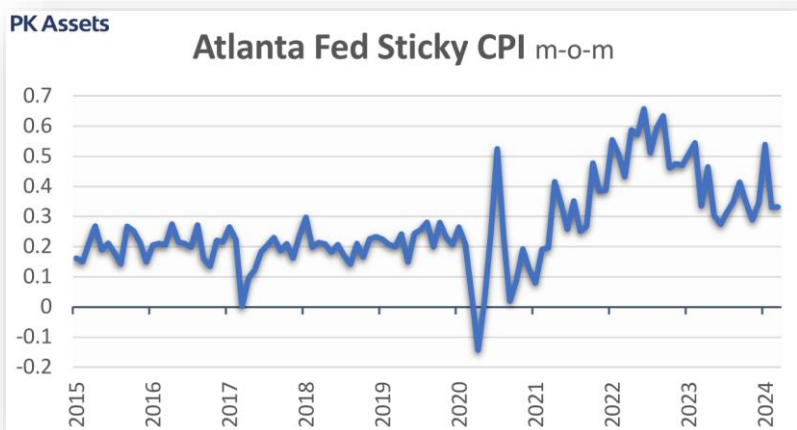


...und nicht die Konjunkturzahlen, wie unsere Kompilation der wichtigsten PMI zeigt

Zugegeben:

Leider ist der Ölpreis nicht prognostizierbar, weshalb ein abschliessendes Fazit hier nicht möglich ist

Verhindert die störrische Inflation die Zinssenkungen?



Nein:

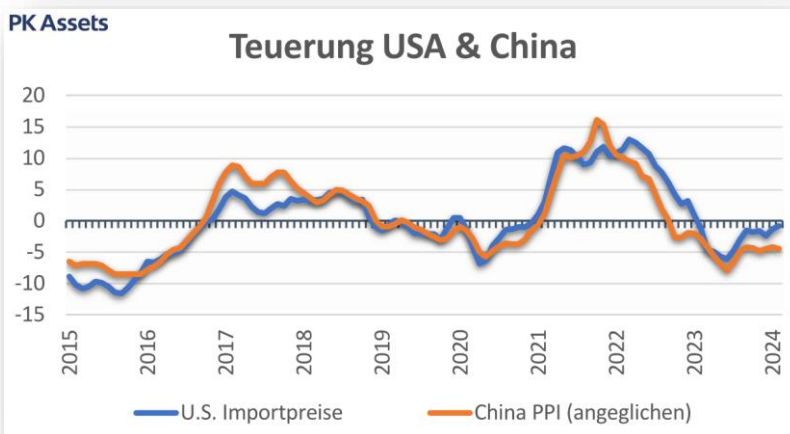
Die irritierenden Spikes der Monatsbewegungen im Januar wurde im Februar wieder kompensiert

Nein:

Die neben der Energie wichtigste Komponente, Shelter, wird sich gemäss unserer Prognose deutlich zurückbilden. Dieser Punkt kann an Wichtigkeit kaum überschätzt werden.

„Bei der Inflationsberechnung der US-Regierung hat der Preisbereich «Wohnen» ein Gewicht von 30 Prozent. Dabei handelt es sich grob gesagt um die Entwicklung von Wohnungsmieten. Blackstone ist der grösste Eigentümer von Wohnungen in den USA, folglich wissen wir hier sehr gut Bescheid. die US-Regierung misst die Inflation mit veralteten Daten. Sie hat gerade bekanntgegeben, dass die Preise im Bereich «Wohnen» um 6,2 Prozent gestiegen sind. Wir bei Blackstone wissen hingegen, dass die besagten Preissteigerungen in der Realität zwischen 0 und 1 Prozent lagen. Wenn 30 Prozent des Inflationsindex mit 5,2 Prozentpunkten zu hoch berechnet sind, kann man von der Inflation 1,56 Prozentpunkte abziehen – so kommen wir auf die 2 Prozent.“ Stephen Schwarzman , Blackstone 1/2024

Verhindert die störrische Inflation die Zinssenkungen?



„China exportiert jetzt Deflation in die ganze Welt. So, wie das Land in den Nullerjahren Inflation durch Handelsgüter und Rohstoffe exportiert hat, befinden wir uns nun auf der umgekehrten Seite. Auch das hat einen positiven Effekt auf US-Staatsanleihen, zumal China eine entscheidende Rolle beim weltweiten Rückgang der Inflation spielen und sich der Trend zu sinkenden Zinsen dadurch akzentuieren wird.“
David Rosenberg 1/2024

„consider the three major causes of the preceding surge in US inflation. It started with the excessive fiscal boost during the pandemic. While lockdowns and social distancing curtailed access to services, US households tried to spend their stimulus cheques by ordering more goods online than China and others could produce and the global shipping industry could deliver at the time. This drove up prices. Thereafter, the post-pandemic rebound in the economy met a constrained supply of labour as some workers had withdrawn from the labour force, causing a spike in labour costs. Finally, the surge in energy prices in 2021 and early 2022 worked its way through the production chain into prices for non-energy goods and services. (..) Beyond the one-offs: The Fed had contributed to the spike in inflation by not leaning against the excessive fiscal stimulus in 2021 already. (..) the major reason for easing price pressures is simply a return to normal. The three key factors that caused the inflation overshoot were largely one-offs that have run their course.“ Berenberg 1/2024

Nein:

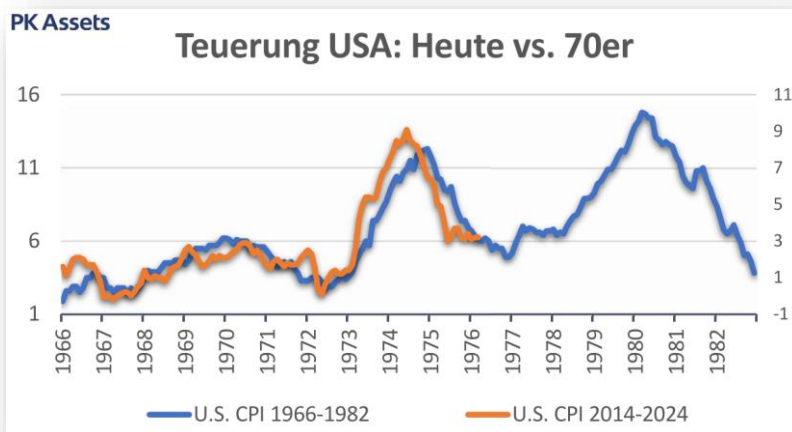
Der Einfluss Chinas bleibt für die USA disinflationär

Nein:

Die Verwerfungen, die zusammen zur enorm hohen Inflation geführt haben, sind am abebben.

Bei der Begründung der These „higher for longer“ werden Megatrends wie ESG, Demographie, Fachkräftemangel etc angeführt. Diese sind diskutabel, dürften aber für den von uns präferierten Prognosehorizont von 9 Monaten nicht entscheidend beeinträchtigen

Verhindert die störrische Inflation die Zinssenkungen?



Ein gewisses Unbehagen bleibt:

Mit ein bisschen guten (schlechten) Willen kann man die CPI-Geschichte seit 2014 drüberlegen über diejenige von 1966-1982, welche als infame 70er-Inflationskatastrophe in die Annalen ging.

Die Korrelation ist tatsächlich interessant, aber ob man die Phasen vergleichen kann bleibt fraglich.

Interessant dieser Beitrag von T.S. Lombard 2/2024 über die Gefahr von Reflation:

„If they dodge a recession, policymakers will be locking in inflation close to their targets and labour markets as tight as they were doing after a decade of expansion in the wake of the global financing crisis. Any recovery from here is likely to generate sustained (but perhaps gentle) reflation. This changes the “prevailing tendency” of inflation: 2% becomes the new floor rather than the old ceiling. The bias in monetary policy shifts. No more QE, ZIRP, NIRP etc.“
T.S. Lombard 2/2024

Die Reflation, die durch die irritierende Korrelation mit der 1966-1982-Episode impliziert wird, ist definitiv nicht auszuschliessen, liegt aber ausserhalb des Horizonts unserer Analyse



Unser Case für die U.S. Leitzinsen ist **bullish**

Aber:

Bei den Inflationsraten ist nicht alles Gold was glänzt

Und:

Der Arbeitsmarkt bleibt irritierend stark

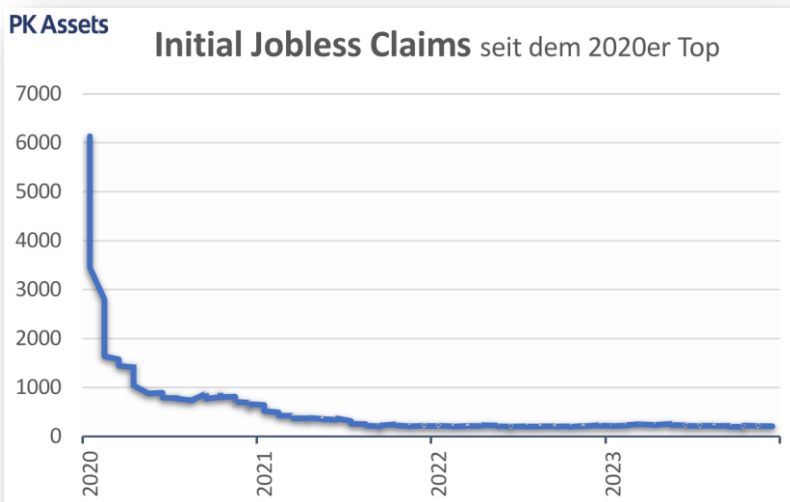
Verhindert der Arbeitsmarkt die Zinssenkungen?

„with continued strength in the US economy, the risk is that the Fed itself could dial back its forecasts — a scenario that leaves bonds exposed to further losses.“ Berenberg 3/2024

“The labor market isn’t decelerating; if anything, it’s gaining speed again.“

Der Arbeitsmarkt verblüfft weiter:

„Arbeitslosenrate und Löhne sind zu stark für Zinssenkungen“



„The closest to a real-time measure is the weekly series on initial claims for jobless insurance, which is a good indicator of the rate at which people are being laid off. Every two weeks brings an update on the number of continuing claims, giving a broad idea of non-temporary unemployment. Claims data are unavoidably noisy. For example, a strike or a hurricane will cause a brief rise in layoffs. But if we use a four-week moving average to iron out the most extreme week-to-week distortions, we find initial claims are actually falling again, and remain far lower than at their peak last summer.

Combined claims are still barely any higher than a year ago. The latest claims data were surprising, and argue against a significant deterioration in the jobs market.“

John Authers 1 2024

Steht der Arbeitsmarkt Zinssenkungen im 2024 im Weg?

Ja, wenn....:

... die **Initial Jobless Claims** nicht anfangen zu steigen.

Wir glauben dass die Jobless Claims die absolut zentrale Grösse sind für das Sentiment im Bond-Markt

Verhindert der Arbeitsmarkt die Zinssenkungen?

„there is evidence that many employers over-hired in recent years. According to ZipRecruiter, an online matchmaker for job seekers and company recruiters, many of its clients report having more employees than they can use given their current level of business activity. Nevertheless, ZipRecruiter’s clients aren’t laying off workers because they hope business will pick up. This point is key, because employers were burned by a worker shortage as the economy quickly recovered in the early days of the pandemic and are wary of being in that same situation again.“

Karl Smith 3/2024

„we went back to look at the Beige Books, the FOMC transcripts, real time FOMC minutes of previous recessions and we found that labor shortage is always a problem in previous recessions. In fact, in 1973, that was at that time the deepest recession since World War II. Employment was climbing even 11 months after the recession began and that was also a recession where everybody at the FOMC at that time was talking about how tight the labor market was. There was an enormous labor shortage and that was why even 11 months, only 11 months into that recession did employment turn negative. And then also if you go back to the Beige Book in 2001, that is the recession that I think if we were to have one today, would be most likely to resemble. That one was where everybody actually lived through that recession before realizing that there even one and by the time NBER announced it, it's already over. And at that time, what people were talking about when that recession started was that the labor market is very tight.“

Anna Wong in OddLots 3/2024

Nein:

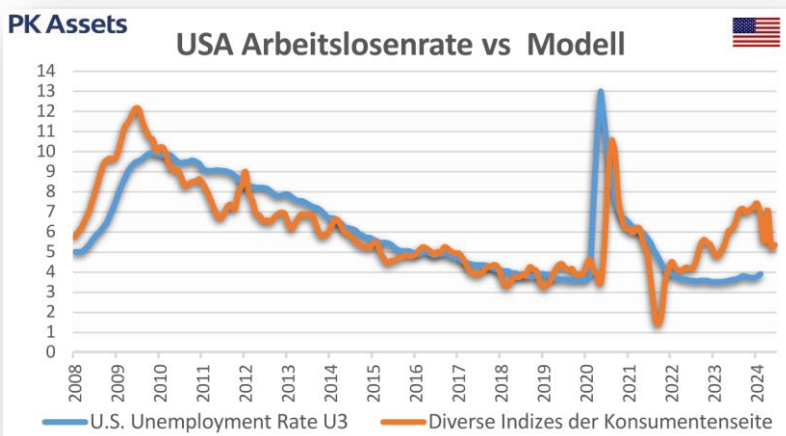
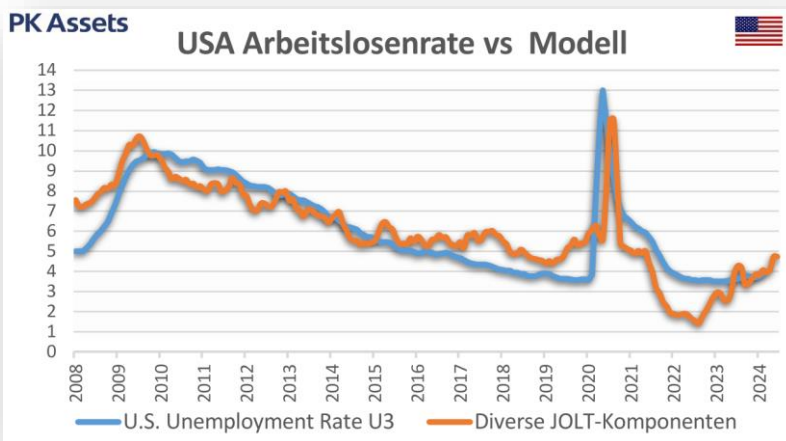
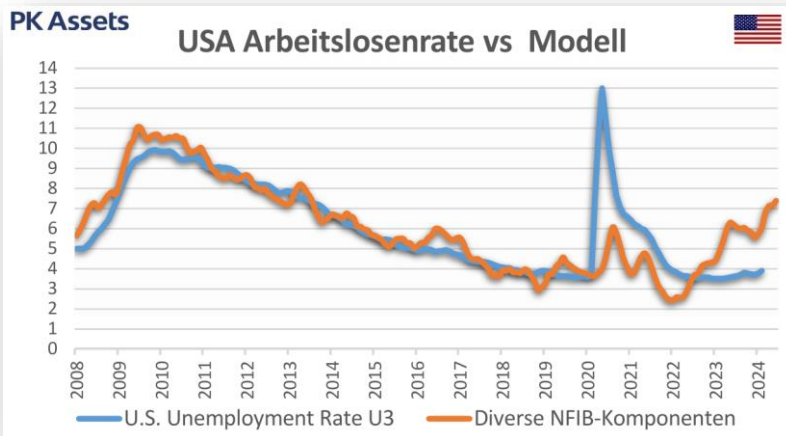
... die Initial Jobless Claims steigen bisher nicht wegen guter Konjunktur sondern wegen Labor Hoarding.

D.h. die Gefahr einer erneuten Beschleunigung von Payroll Gains ist eher nicht gegeben

Nein:

Labor Shortage ist nichts aussergewöhnliches, sondern eher die Norm vor Rezessionen

Verhindert der Arbeitsmarkt die Zinssenkungen?



Nein:

Der –sehr graduelle- Anstieg der Arbeitslosenrate scheint gut unterfüttert durch unsere Vorläufer: Wir erwarten hier keine Überraschungen

- Die Arbeitslosenrate folgt dem KMU-Sentiment
- Die Arbeitslosenrate folgt den JOLTS
- Die Arbeitslosenrate folgt dem Konsumenten

Allerdings:

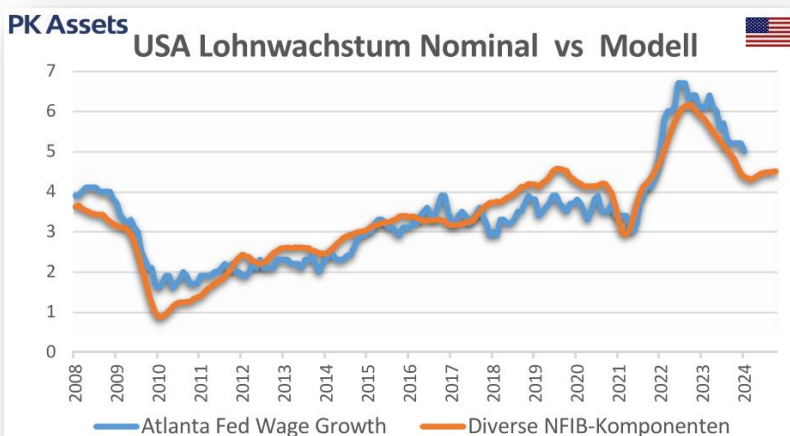
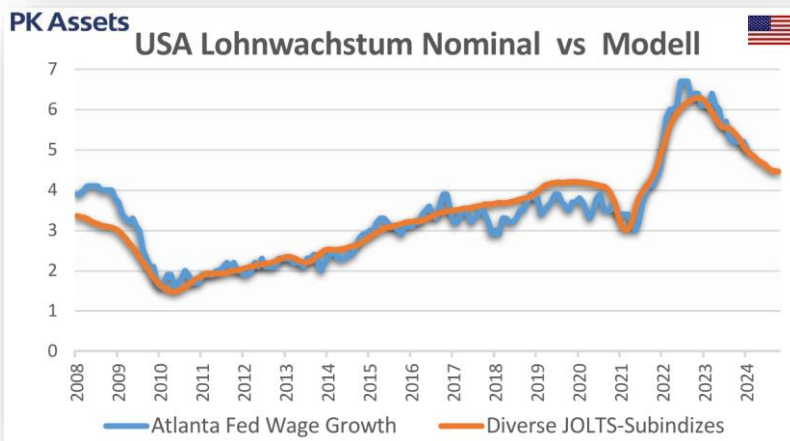
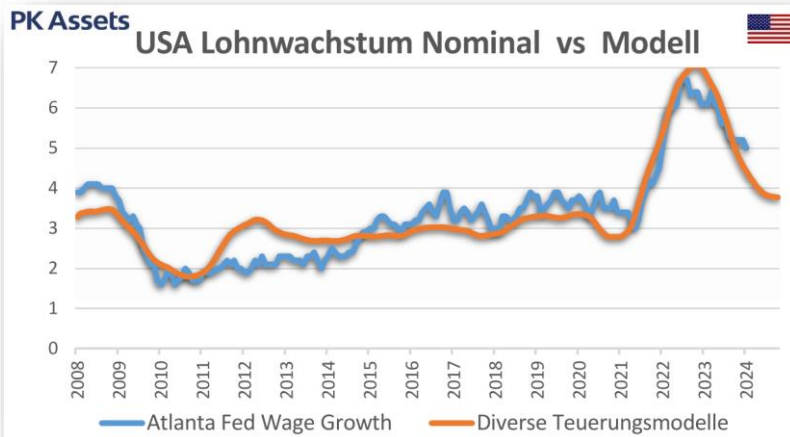
Die Arbeitslosenrate ist enorm eng an die aktuelle Konjunktur getaktet, unser Modell kann nur 4-5 Monate in die Zukunft schauen, zu kurz um Überraschungen komplett auszuschliessen

Verhindert der Arbeitsmarkt die Zinssenkungen?

Nein:

Das Abgleiten des Lohnwachstums scheint gut unterfüttert durch unsere Vorläufer: Wir erwarten hier keine Überraschungen

- Das Lohnwachstum folgt der Teuerung



- Das Lohnwachstum folgt den JOLTS

- Das Lohnwachstum folgt dem NFIB-KMU-Vertrauen

Der Ausblick in unserem Modell ist mindestens 9 Monate, dies und die Homogenität der Vorläufer gibt uns Vertrauen in die Prognosefähigkeit des Modells



Unser Case für die U.S. Leitzinsen ist **bullish**

Aber:

Bei den Inflationsraten ist nicht alles Gold was glänzt

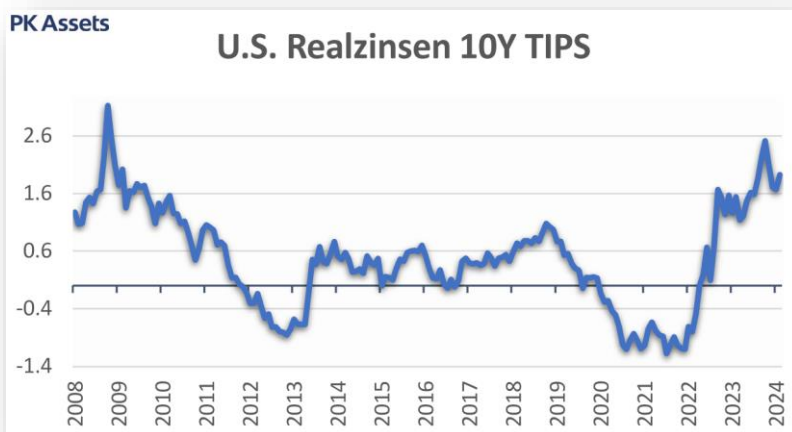
Und:

Der Arbeitsmarkt bleibt irritierend stark

Plus:

Kommt ein No-Landing?

No Landing?



„Auch wenn die Märkte momentan auf eine weiche Landung der Wirtschaft wetten, befinden wir uns auf einem fragilen Balanceakt. Es besteht nach wie vor eine hohe Chance, dass wir entweder eine harte Landung erleben, bei der das Fed die Zinsen schneller senkt, als die Märkte erwarten, oder dass es die Zinsen sogar wieder anheben muss, um die Inflation einzudämmen.

Festverzinsliche Wertpapiere wie Anleihen. Besonders Treasuries mit einer Laufzeit von einem, zwei oder drei Jahren haben schon lange nicht mehr eine so attraktive Rendite bezahlt wie heute. Sie sind deshalb ein gutes Investment, wenn die Zinsen länger höher bleiben. Etwas anders sieht es am langen Ende der Zinskurve aus, und das hat mit dem ungesund hohen Budgetdefizit der USA zu tun. So dürfte beispielsweise das Emissionsvolumen an US-Staatsanleihen mit fünfjähriger Laufzeit dieses Jahr um 41% höher sein als letztes Jahr.“
Thorsten Slok 3/2024

Die Ausgangslage ist verzwickelt:

- Die Zinskurve deutet seit geraumer Zeit auf eine harte Landung
- Sogar das Re-Steepening, ein wichtiges Indiz für eine Rezession, hat stattgefunden
- Die Realzinsen sind nach wie vor hoch und höchstwahrscheinlich restriktiv

Eine herausfordernde Situation für Inhaber von 10Y US Treasuries:

- Der Carry zum Geldmarkt ist negativ
- Kommt es zum Hard Landing, dann sind happige Kapitalgewinne zu erwarten
- Kommt es zu einer Re-Akzeleration, dann sind Verluste angesagt

No Landing?

„This isn't the first time that a version of the “no landing” thesis has captured the imagination of Wall Street “

Jonathan Levin 3/2024

„Im Prinzip ist diese Diskussion völlig unnötig, denn weiche Landungen sind Teil des Wirtschaftszyklus. In jedem Zyklus gibt es zunächst eine weiche Landung, und sie erfolgt in der Regel unmittelbar, nachdem das Federal Reserve mit dem Erhöhen der Zinsen fertig ist. Nehmen Sie 1969, 1979, 1989, 2000 oder 2007: Das waren auch alle Jahre mit einer weichen Landung. Doch die Leute schauen meist nicht über den Tellerrand hinaus, weil es am einfachsten ist, das aktuelle Geschehen in die Zukunft zu extrapolieren. Darin besteht das Risiko: Auf alle diese Jahre mit einer weichen Landung folgte eine harte Landung, sprich eine Rezession. Eine sanfte Landung ist eine Übergangsphase, die vier, sechs oder sogar acht Quartale dauern kann. Sie ist eine Brücke zwischen der vorangegangenen Expansion und der nächsten Kontraktion – und das war die Story von 2023. (..)

Vermutlich befinden wir uns immer noch in einer sanften Landung. Ich würde aber nicht davon ausgehen, dass dies eine Art magischer Dauerzustand ist. Es ist der Auftakt zu einer klassischen Rezession, die niemanden wirklich überraschen sollte. (..)

Wir haben soeben die aggressivste Straffung der Geldpolitik seit Jahrzehnten erlebt; einen drastischen Anstieg der Zinsen und eine tiefe Inversion der Zinskurve. Das ist praktisch das Drehbuch von 1981/82, als Volcker Präsident des Fed war. Und darin besteht die Gefahr: Eine Rezession im laufenden Jahr ist in keiner Anlageklasse eingepreist, ausser vielleicht partiell in Staatsanleihen. Das ist meine Meinung, und ich bleibe dabei.“

David Rosenberg 3/2024

Also: Gibt es ein No-Landing?

Nein

- No-Landings sind selten
- Oder aber nicht nachhaltig

“The narrative seems to have evolved from hard landing to soft landing to, potentially, no landing at all”

Cameron Crise

No Landing?

„monetary policy now is as tight as it's ever been on the precipice of recessions. If you take the Fed seriously, they think that long-term neutral is 2.5%. So rates are broadly 300 basis points above neutral. Whenever that's been true, you've had a recession – with one small exception in 1984.(..)

So maybe this is the business cycle where everything comes out with the perfect soft landing. But let me frame it this way. Even if they have the Sully Sullenberger soft landing of all soft landings, the US Air 1842 of soft landings, it's still the case that monetary policy is miles off in terms of its terminal destination. Because they should be at around neutral if you're getting a soft landing. And right now you're arguably on their own standards, 300 basis points above...“
David Rosenberg 3/2024

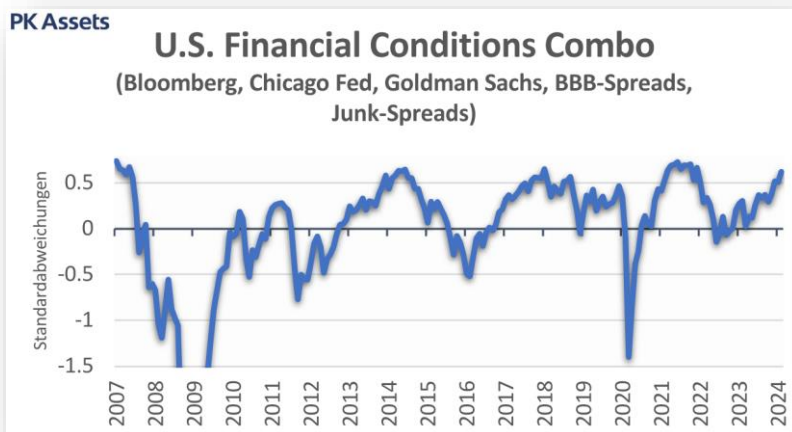
„Gleichgültig, ob das Fed die untere Limite des Leitzinses auf 5%, 4,75%, 4,5%, 4,25%, 4%, 3,75% oder sogar 3,5% senkt, bleibt er noch immer restriktiv. Das Fed hat daher einen weiten Weg vor sich, um nur schon ein neutrales Niveau zu erreichen. Bildlich gesprochen: Der Fuss steht nach wie vor fest auf der Bremse und soll gemäss den Plänen des Fed nur langsam vom Pedal genommen werden. Das bedeutet, dass die Geldpolitik für den grössten Teil von 2024, wenn nicht sogar für das gesamte Jahr, restriktiv bleiben wird.“
Bryan Whalen 1/2024

„Upward revisions to growth and rate forecasts beyond this year suggest more policymakers now believe the neutral interest rate has moved higher — which means it will take a higher fed funds rate to achieve a given level of restrictiveness in the economy. “
Bloomberg 3/2024

Nein

- Denn die Realzinsen sind restriktiv
- Und nicht mit einer knappen Marge zu restriktiv, sondern deutlich
- Die Gefahr, zu spät zu kommen mit Zinssenkungen ist real
- Wie immer in solchen Situationen kommt das Geschwätz von höherem R^* auf, um etwas zu erklären, das mit dem Textbuch (noch) nicht übereinstimmt

No Landing?



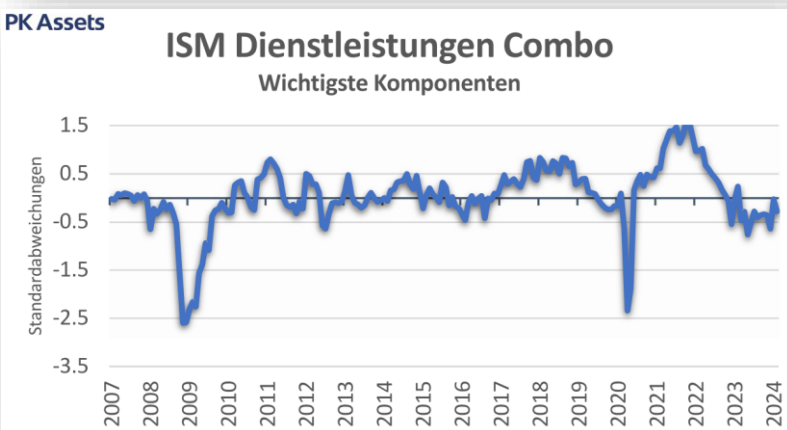
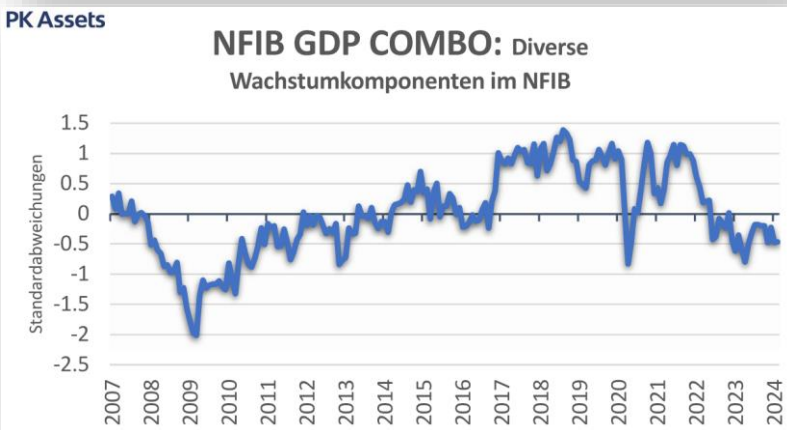
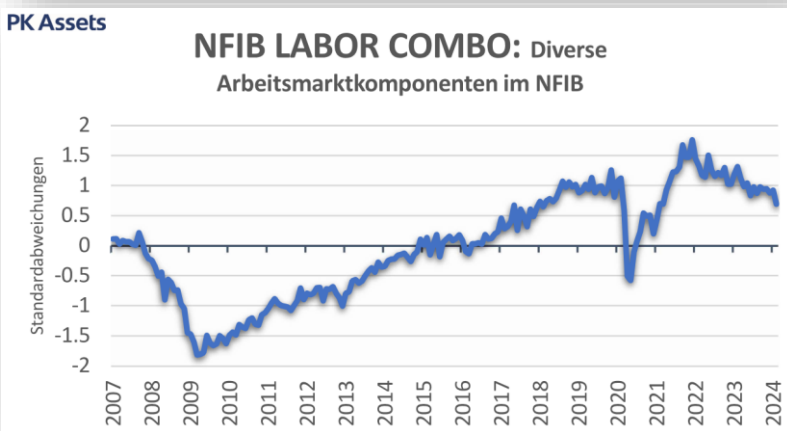
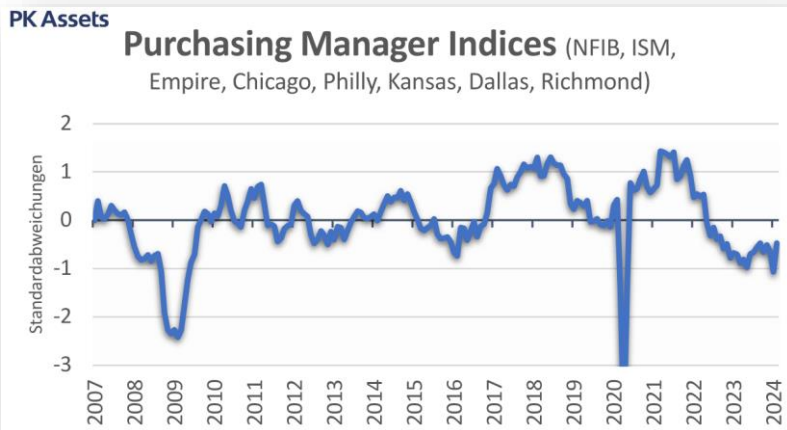
„after several months when the Fed and the markets were out of line, as investors expected far more aggressive cuts than the central bank had ever intimated, it looks like a role reversal is underway “

John Authers 3/2024

Ja

- Der Pivot der Notenbank in der Guidance hat die Financial Conditions massiv gedreht, das wirkt faktisch wie Zinssenkungen
- Die Financial Conditions sind aktuell so gut wie nur selten in den letzten Jahren, trotz hohen Zinsen
- Kein Wunder, sprechen viele Leute bereits wieder von einer Belebung der Konjunktur
- Auch kein Wunder, dass einige der Cuts die noch vor nicht langer Zeit eingepreist wurden aus dem System gefegt wurden

No Landing?



Was sagen die Wirtschaftsindikatoren?

- Wir sehen Probleme bei der Industrie und bei den KMU (NFIB)
- Wir sehen allerdings keine Anzeichen eines Zusammenbruchs
- Wir sehen kaum Zeichen einer Belebung
- Der enorm wichtige Dienstleistungsindex ist im Expansionsmodus (ISM Non Manufacturing bei 57.2 deutlich über der boom/bust-Linie), aber auch hier ist kaum eine Belebung auszumachen



Unser Case für die U.S. Leitzinsen ist **bullish**

Aber:

Bei den Inflationsraten ist nicht alles Gold was glänzt

Und:

Der Arbeitsmarkt bleibt irritierend stark

Plus:

Kommt ein No-Landing?

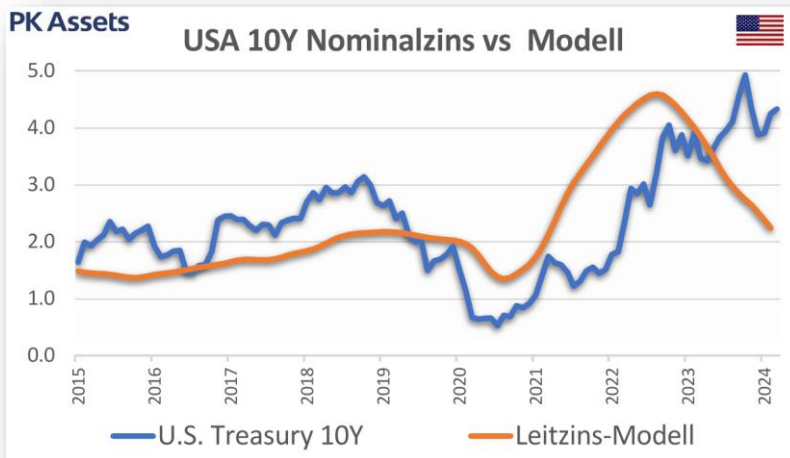
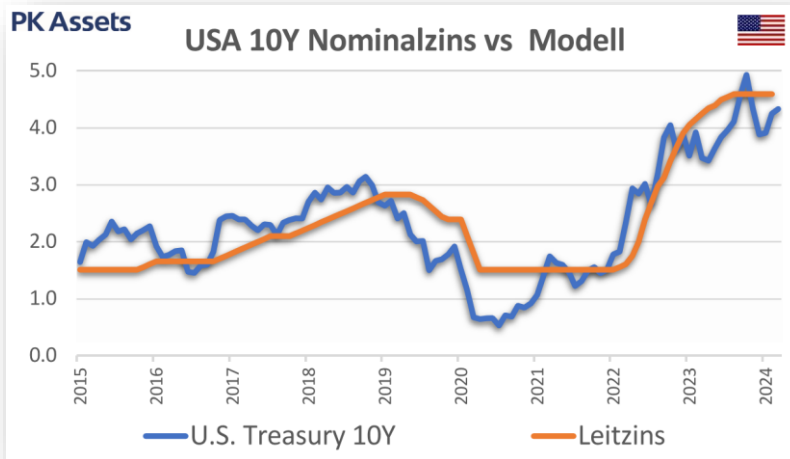
Fazit:

Der U.S. Treasury ist attraktiv

Was heisst dies alles für den Zinsmarkt?

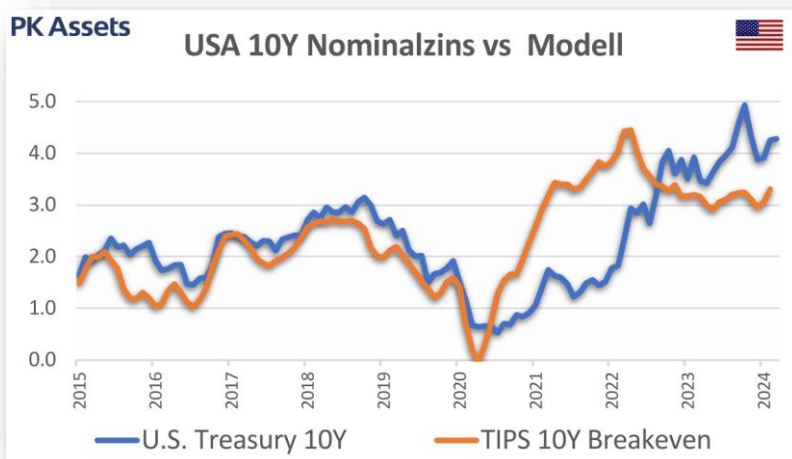
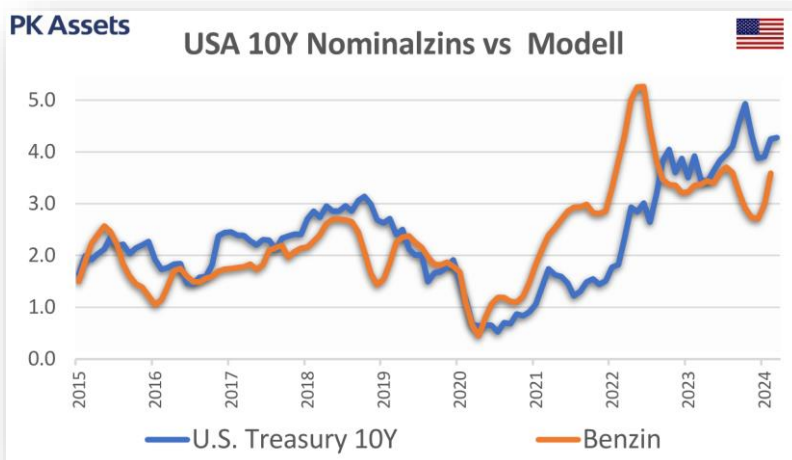
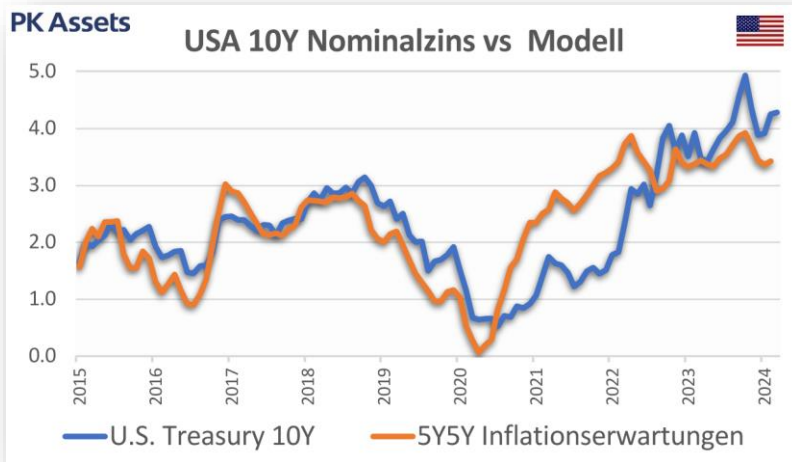
Hier sind die Bausteine unserer Zinsbewertung:

- An erster Stelle die **Notenbank**, sie verankert die Zinsen auf der gesamten Zinskurve mit den Leitzinsen. Der Zinsmarkt antizipiert die Geldpolitik der Notenbank



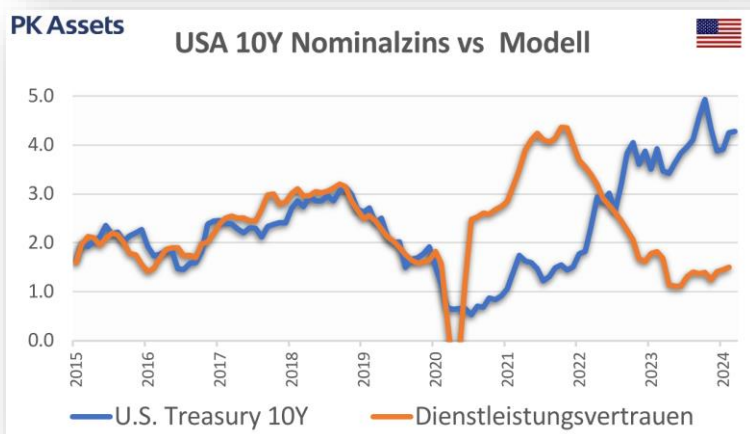
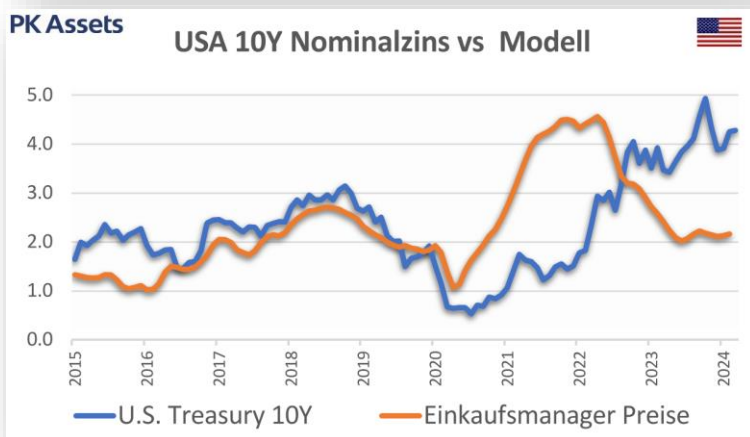
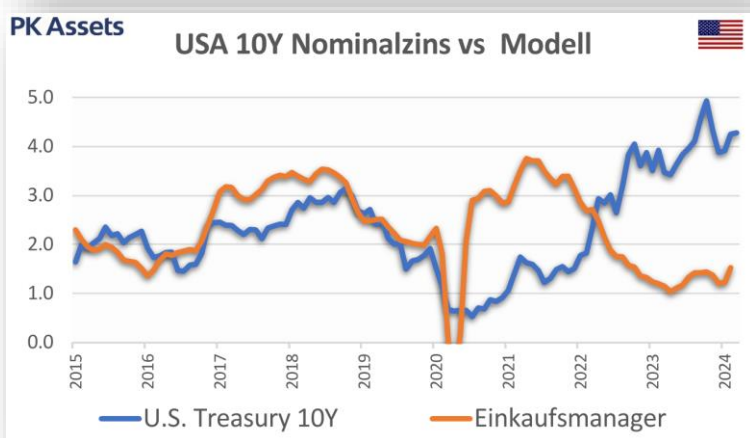
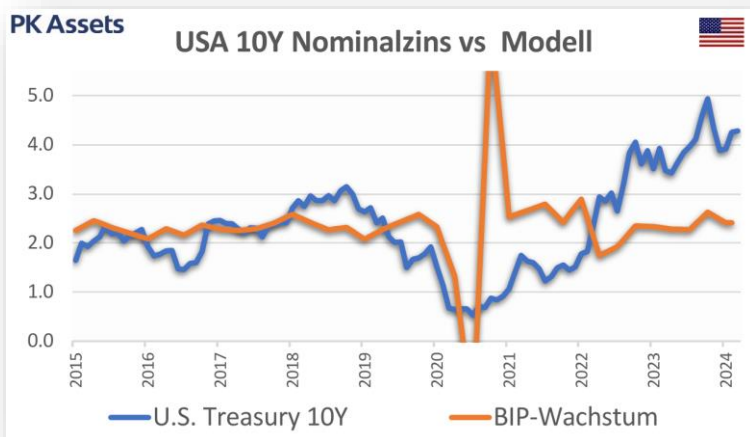
- An zweiter Stelle: Unser Prognose-Modell für die Leitzinsen, dieses ist **bullish**

Was heisst dies alles für den Zinsmarkt?



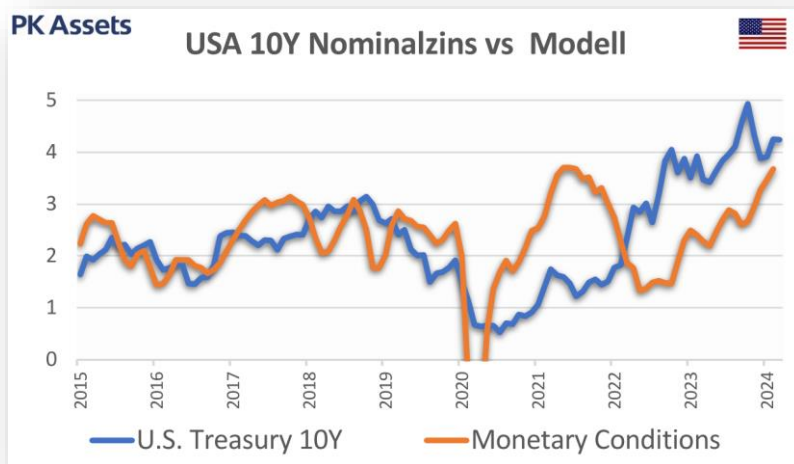
- Drittens die Inflationserwartungen, dargestellt durch die 5Y5Y-Inflationsswaps, diese stehen tieferen Zinsen nicht im Wege, die 5Y5Y-Metric ist für uns nicht in erster Linie als Inflationsbarometer wichtig, sondern für den Grad des Vertrauens des Marktes in die Notenbank
- Der Ölpreis ist die Wild Card, wie so oft, der Rebound im 2024 stört das bullische Umfeld beträchtlich
- Die stark mit dem Ölpreis verbundenen TIPS-Breakevens zeigen keinerlei Panik an

Was heisst dies alles für den Zinsmarkt?



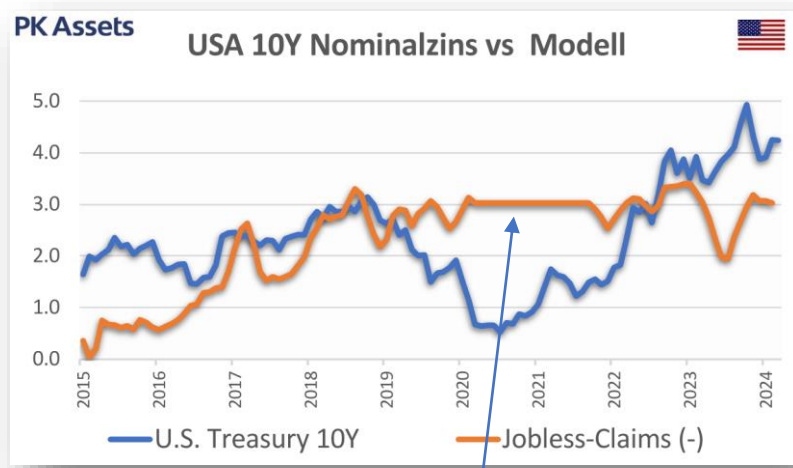
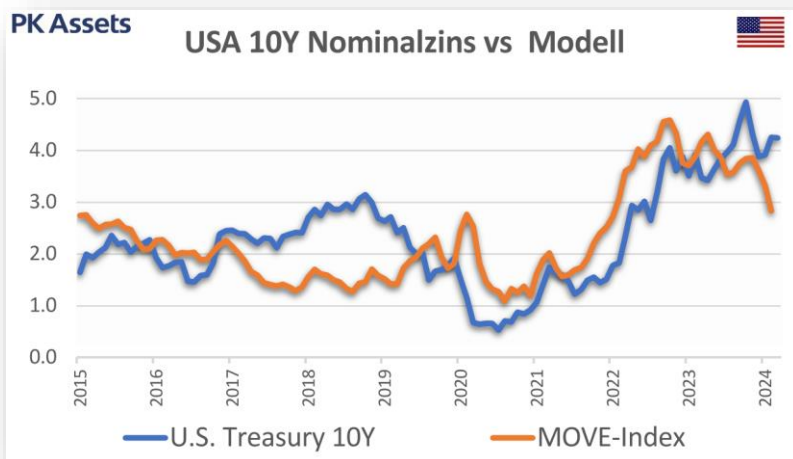
- Viertens die **Konjunktur**, was zunächst auffällt: Die früher auffällig hohe **Korrelation** von Zinsen und Konjunktur ist komplett **zusammengebrochen**
- Dann: Das effective Wachstum hat die Sentiment-Indizes allesamt deutlich outperformt: Gelten die ISMs, NFIBS, Chicagos etc nicht mehr?
- Selbst die Preiskomponenten sind nicht mehr zuverlässig korreliert

Was heisst dies alles für den Zinsmarkt?

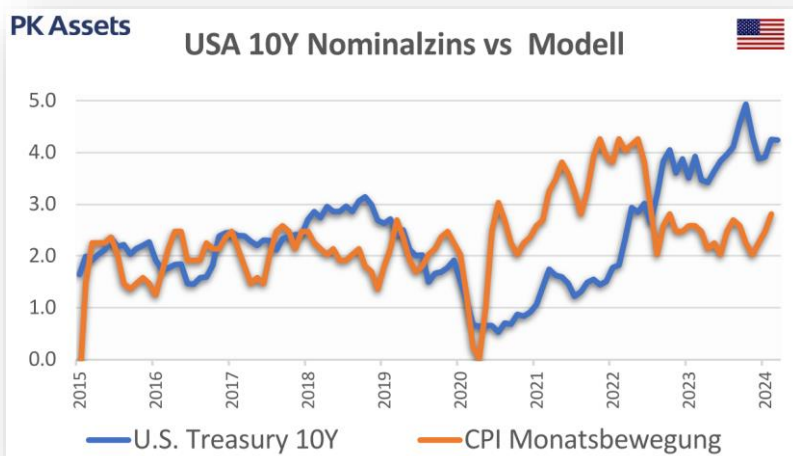


- Fünftens die Monetary Conditions, die irritierend gut sind
- Der grösste Katalysator für ein Bond-Rally wäre ein Aktien-Crash und/oder ein Sprung in den Spreads, welchen diesen Bremsklotz für das Fed lösen würde

Was heisst dies alles für den U.S. Zinsmarkt?



Achtung: Die Monster-Bewegung in den Initial Jobless Claims während der Coronakrise haben wir aus darstellerischen Gründen rausgeputzt



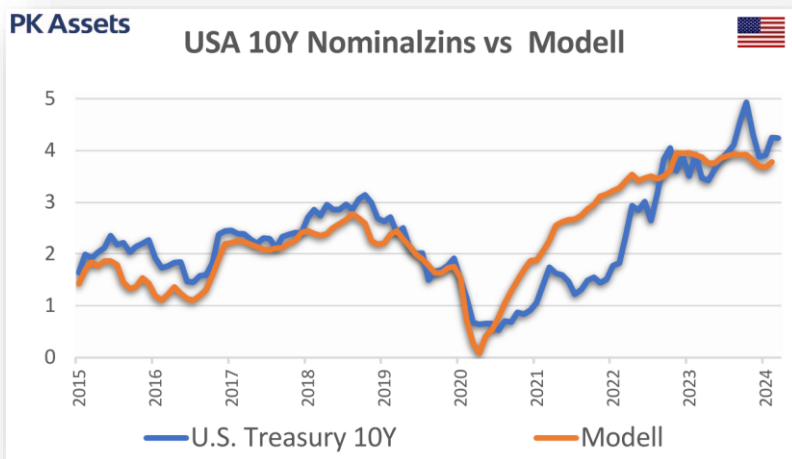
- Sechstens die Schlüsselgrößen für die Taktik, die es laufend zu beobachten gilt:

- **Volatilität:** Je höher die Schwankungen, desto höher der geforderte Zins

- Jobless-Claims, vielleicht die wichtigste Variable des Jahres 2024

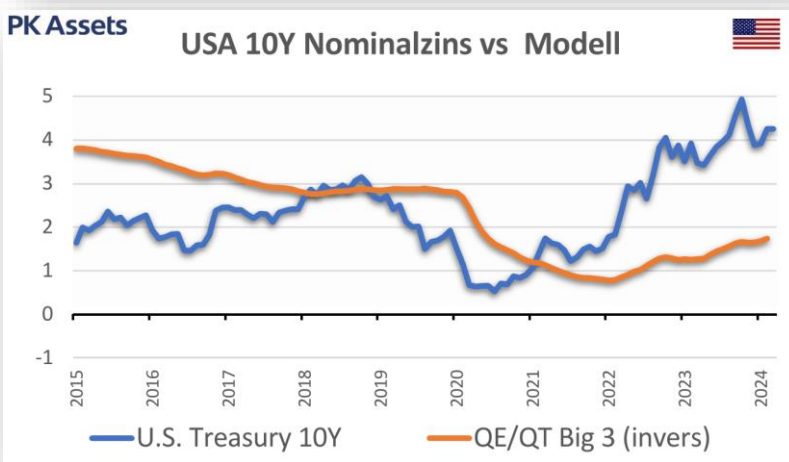
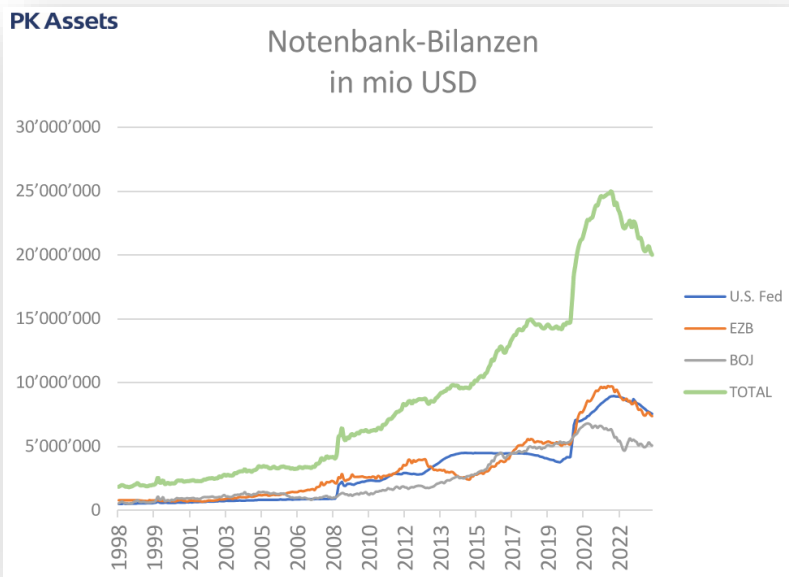
- Und schliesslich die **Monatsbewegung im CPI**, die für einiges Aufsehen gesorgt hat im bisherigen 2024

Was heisst dies alles für den U.S. Zinsmarkt?



Fazit: **Buy**

- Unser Case für die Leitzinsen ist bullish
- Grosser Spielraum für Zinssenkungen erhält im 2024
- Ölpreise stören das Bild
- Trotzdem: Wir glauben an tiefere Inflation
- Der Arbeitsmarkt bleibt stark, steht Zinssenkungen aber nicht im Wege
- Spielen die Jobless Claims mit?
- Wir finden einige Gründe gegen ein No-Landing...
- ...aber auch ein starkes Zeichen für ein No-Landing: Die Monetary Conditions
- Die Konjunkturindizes sind allesamt ohne Momentum
- Kommt eine Korrektur in den Aktien oder ein Sprung in den Spreads?



Post Scriptum: Ein Wort zu

Quantitative Tightening

- Die Zahlen –wenn es um die Bilanz der Notenbank geht- sind so gross, es wäre erstaunlich, wenn der Bondmarkt nicht hiervon in irgendeiner Form beeinflusst würde
- Seit geraumer Zeit werden die Bilanzen der Big 3 reduziert, d.h. es besteht ein –kleiner oder grosser- Aufwärtsdruck auf die Zinsen
- Wie man sieht besteht keine auffällige Korrelation zwischen Zinsen und QE/QT (invers), aber...
- ...durch Integration dieser Grösse in unser Modell wird die Korrelation insgesamt deutlich erhöht
- Das heisst für uns: QT ist **wichtig!**
- Ein Pivot auch hier wäre eine grosse Unterstützung für unseren optimistischen Case



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

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

Auch die **Dienstleistungssteuerung** dürfte zurück kommen

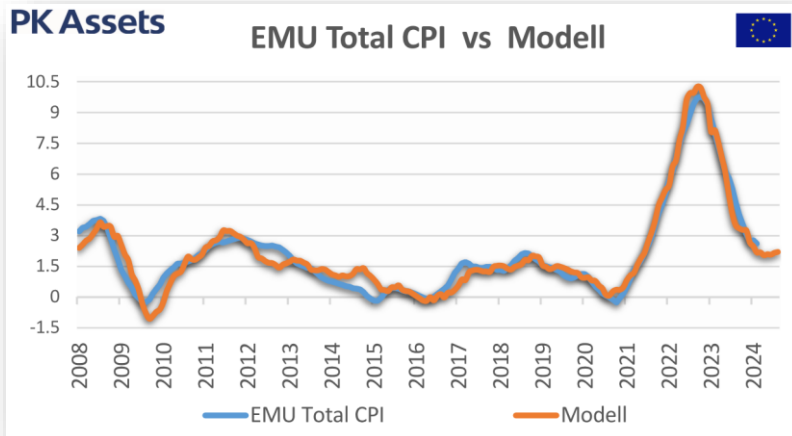
Die **Inflationserwartungen** spielen mit

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

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

Fazit: **Buy**

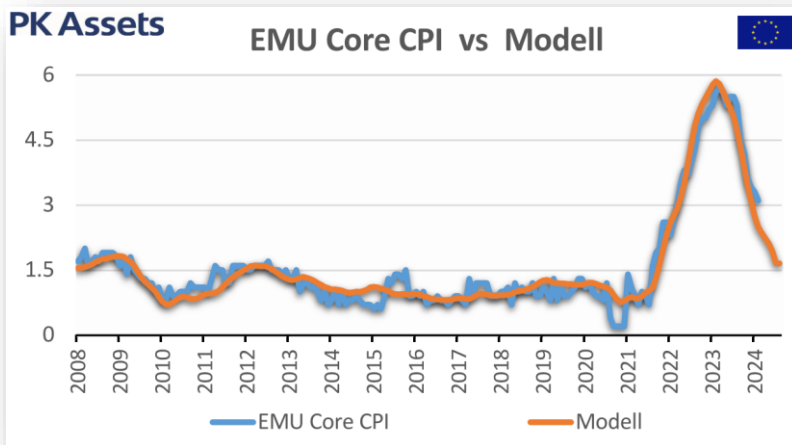
Wohin gehen die Preise?



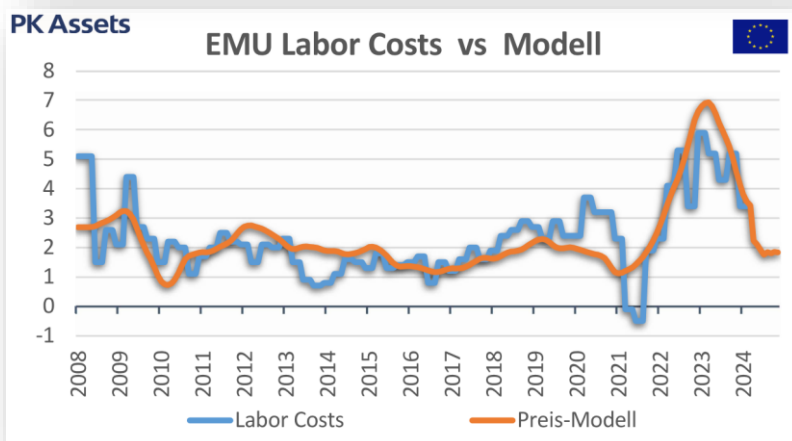
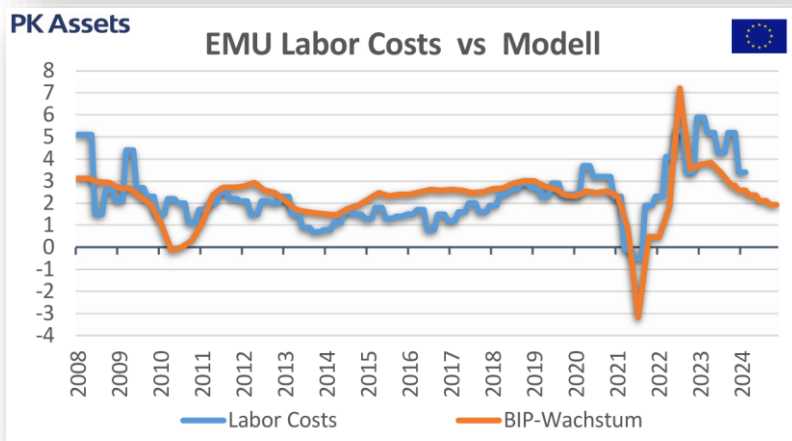
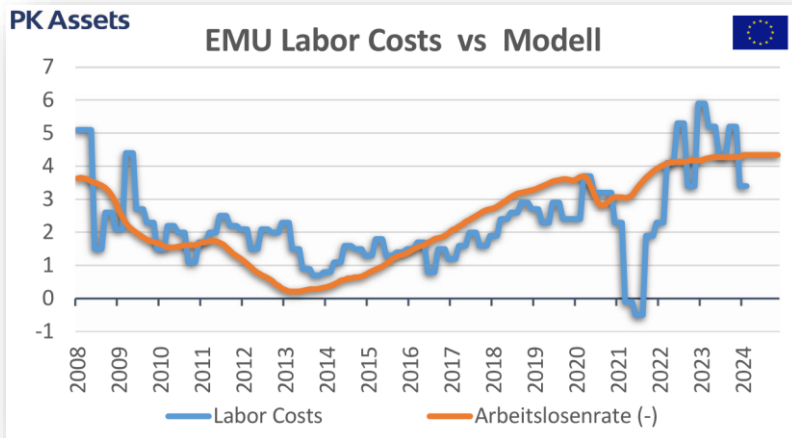
Wohin geht die Reise mit den Preisen?

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?



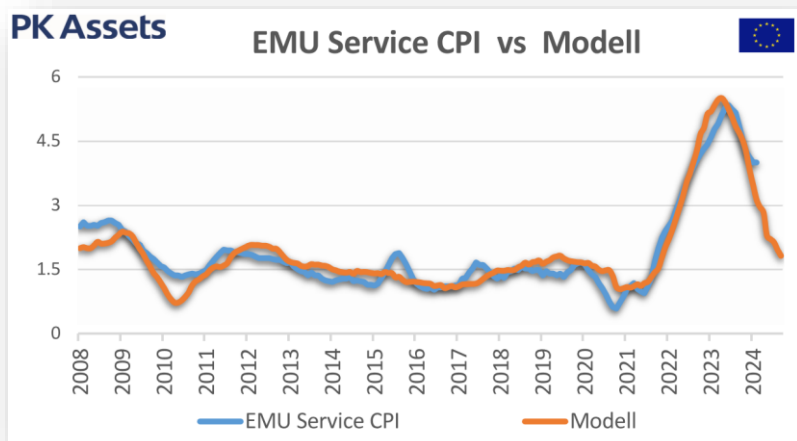
Kommt eine Lohn/Preis-Spirale?

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?



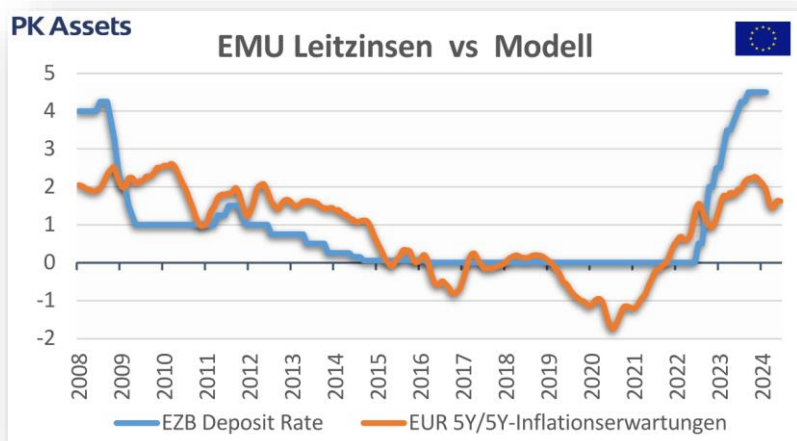
„Services account for around 65% of the eurozone core inflation basket, and wages represent a significant share of firms' overall cost structure. It is doubtful that inflation can sustainably return to 2% without a moderation in wage growth from current elevated rates.“

BNP Paribas 2/2024

Und was machen die Dienstleistungspreise?

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

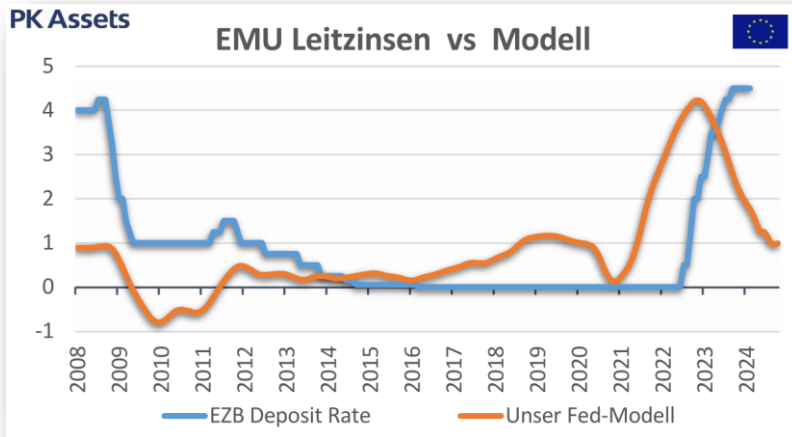
- Die Dienstleistungsteuerung folgt der Kern- und totalen Teuerung
- Und die Löhne legen gemäss unseren Modellen bei den Dienstleistungen keine Steine in den Weg
- Dies ist wichtig, sind doch die Löhne die Hauptkostenkomponente bei den Dienstleistungen



Auch bei den Inflationserwartungen ist keine Panik in Sicht

- Dies unterstützt den Case für tiefere EZB-Leitzinsen

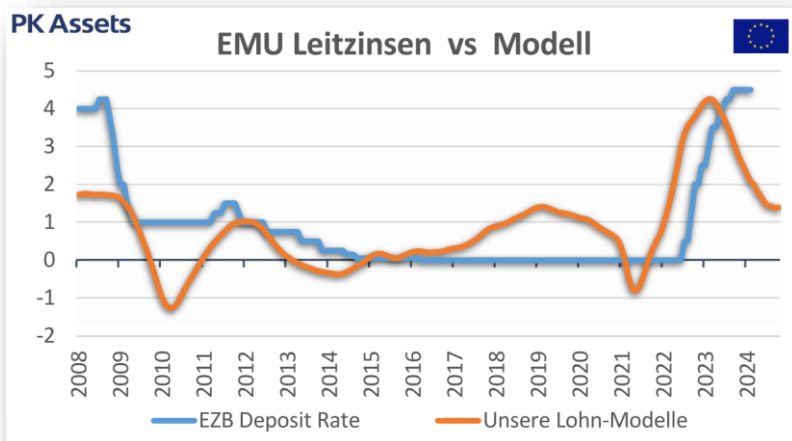
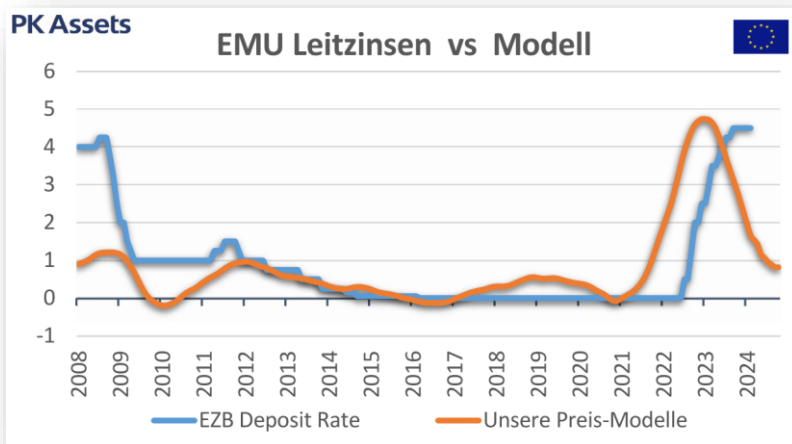
Welches sind die Implikationen für die EZB?



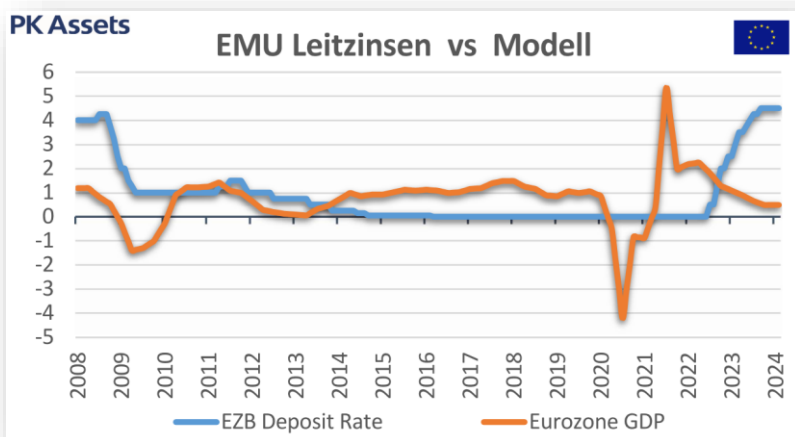
Was bedeutet das für die Leitzinsen der EZB?

Die EZB bekommt in diesem Jahr beträchtlichen Raum für Leitzinssenkungen

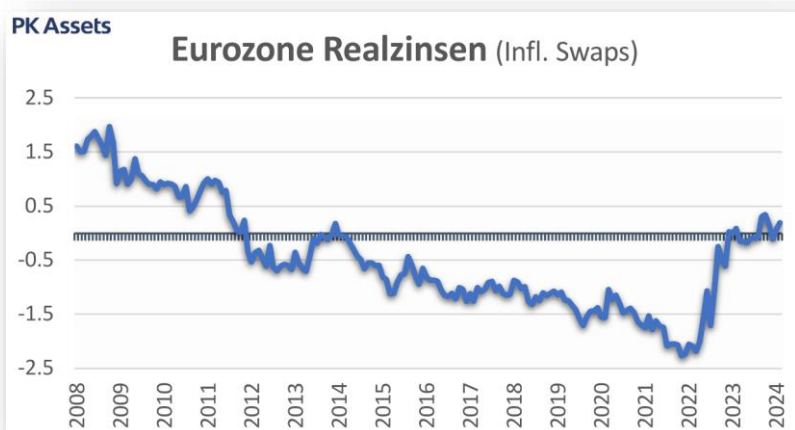
- Die EZB folgt in der Regel dem Fed mit ein paar Monaten Abstand; unser Modell für das Fed ist bullish
- Unsere Modell für das Preiswachstum sind bullish
- Unser Modell für das Lohnwachstum ist bullish
- Die Inflationserwartungen sind moderat: Kein Problem



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*



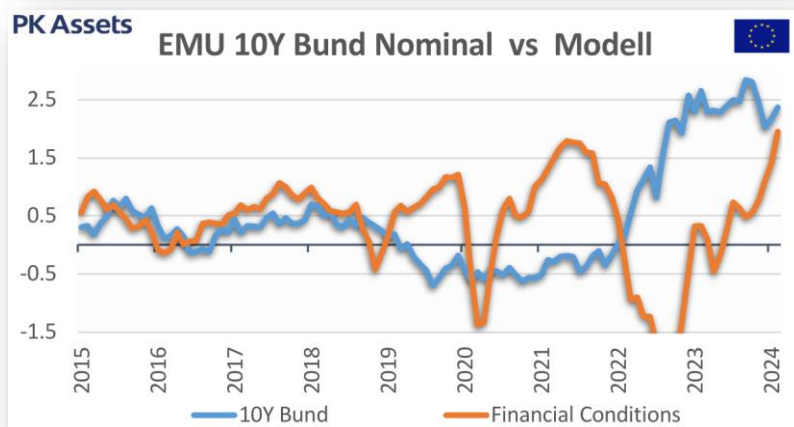
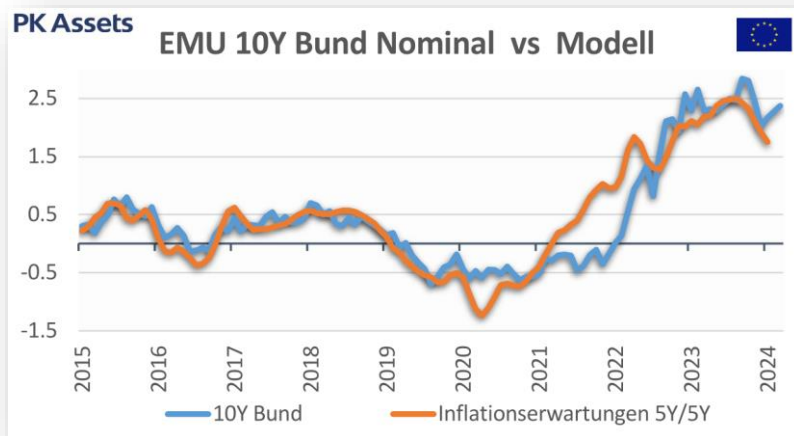
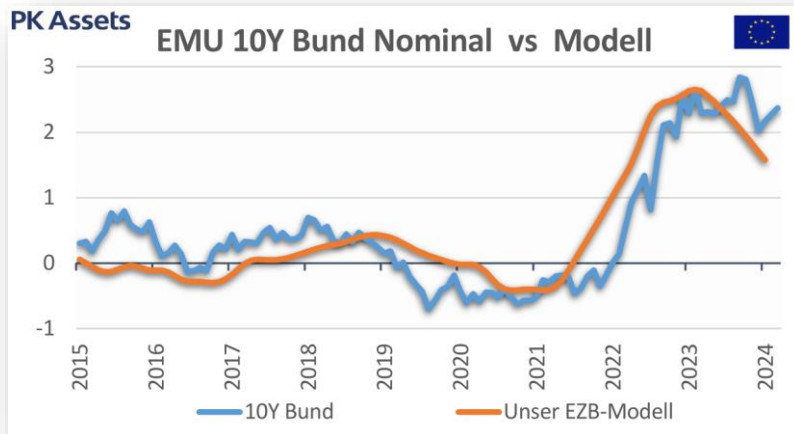
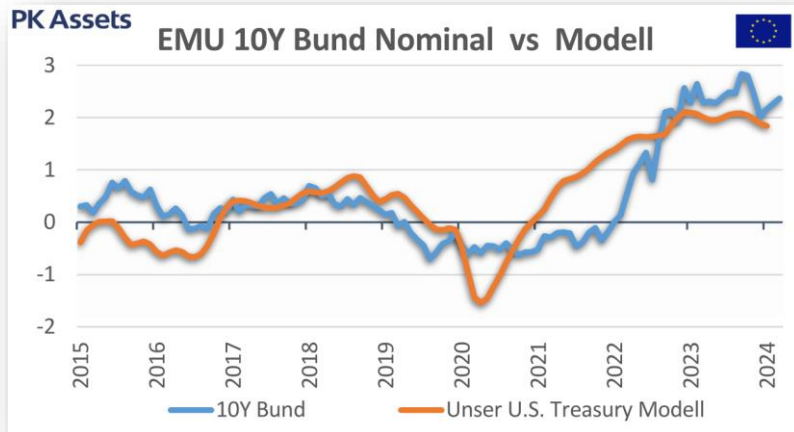
Wie steht es um die wirtschaftliche Dynamik in der Eurozone?

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?

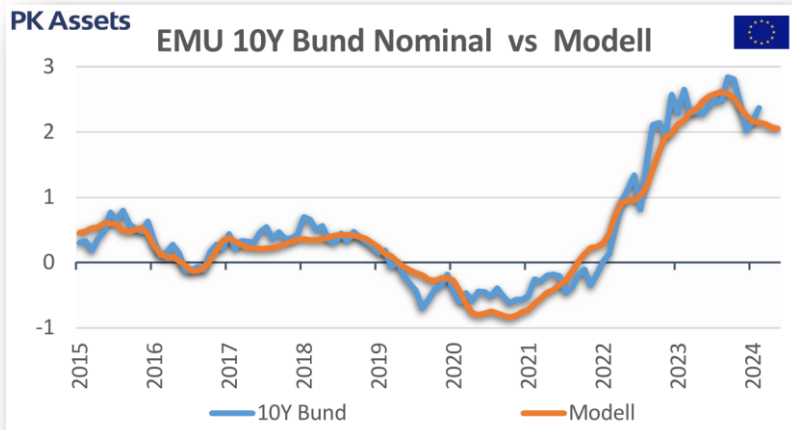


Treiber des 10Y-Bund-Zinses

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?

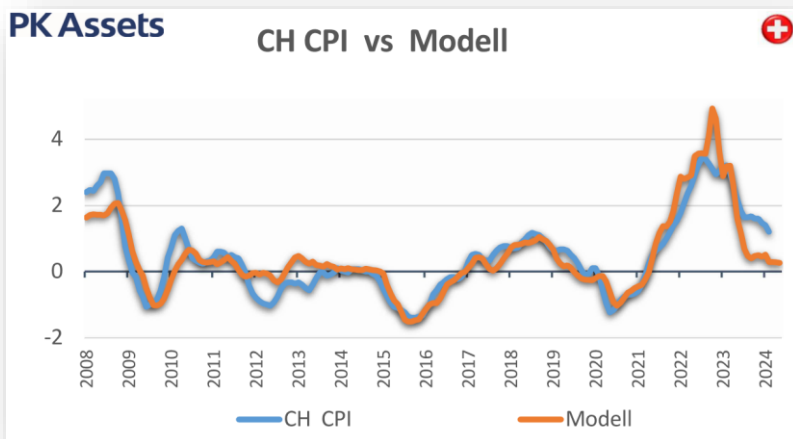
- Wir glauben: Das Eurozone-CPI migriert Richtung Notenbank-Ziel
- Wir glauben trotz starker Lohnabschlüsse nicht an eine Lohn-Preis-Spirale
- Auch die Dienstleistungsteuerung dürfte zurückkommen
- Die Inflationserwartungen spielen mit
- Die EZB bekommt in diesem Jahr beträchtlichen Raum für Leitzinssenkungen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



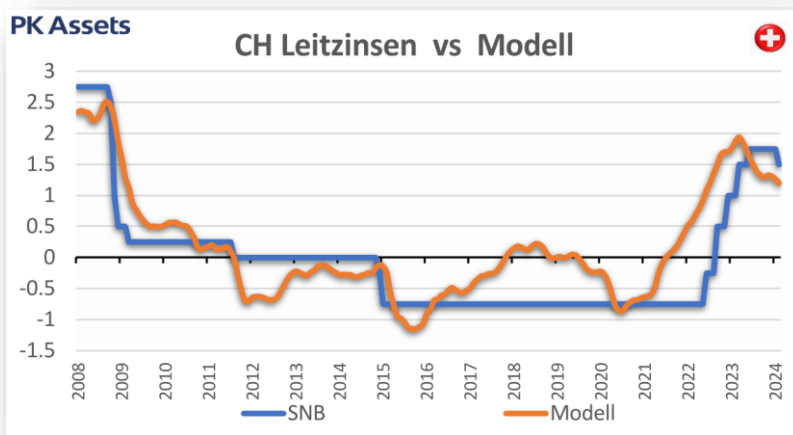
Wie attraktiv ist der 10Y Eidgenosse?



Sind die tiefen Zinsen gerechtfertigt?

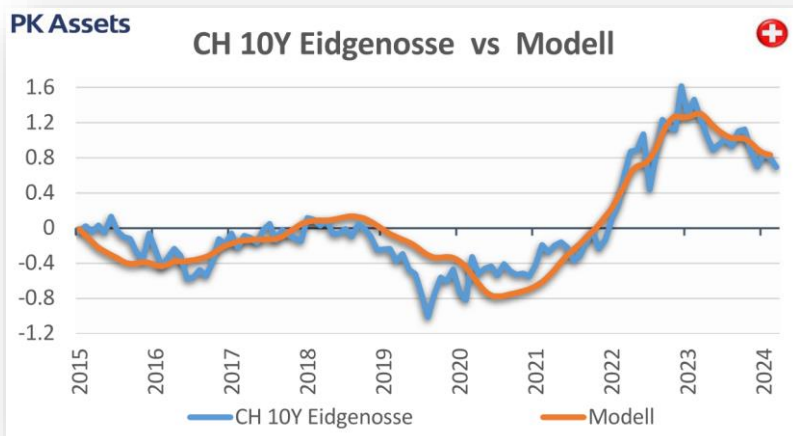
Zinsen sind tief, aber nicht zu tief

- Wegen dem hohen Anteil an admistrierten Preisen ist das CPI-Modell mit Makrozahlen ungenau, aber wir erwarten noch tiefere Teuerung, es sei denn die Währung dreht massiv



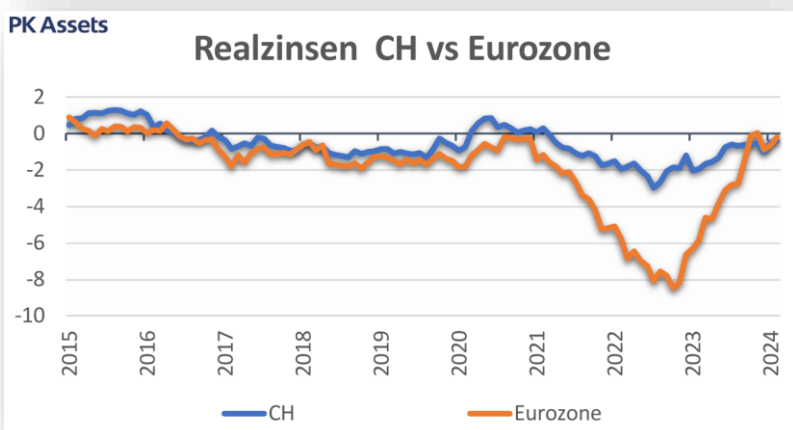
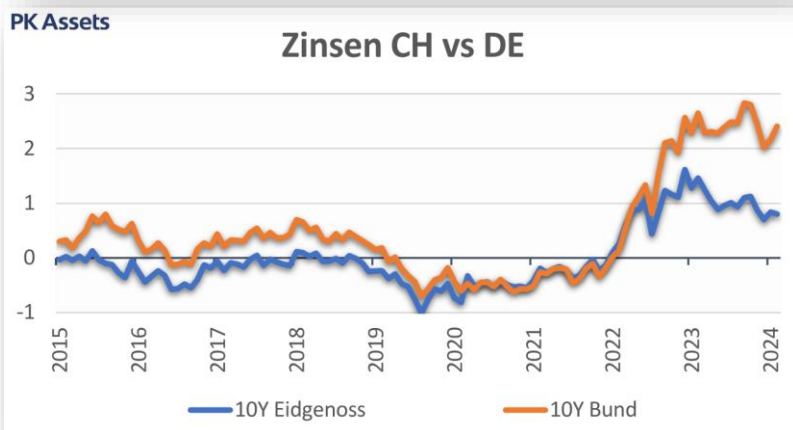
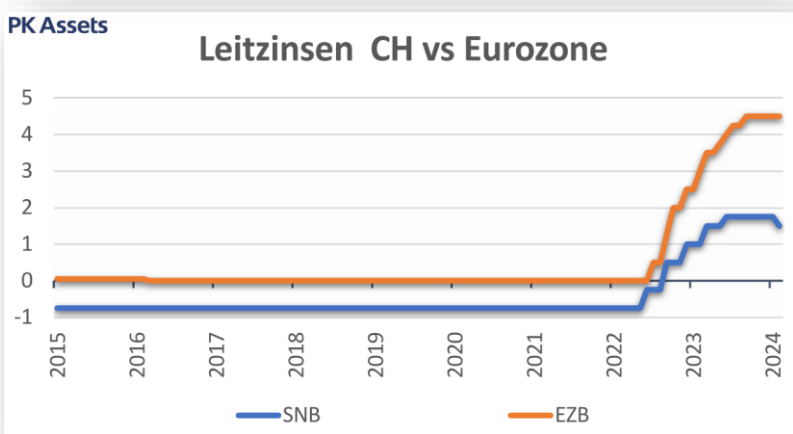
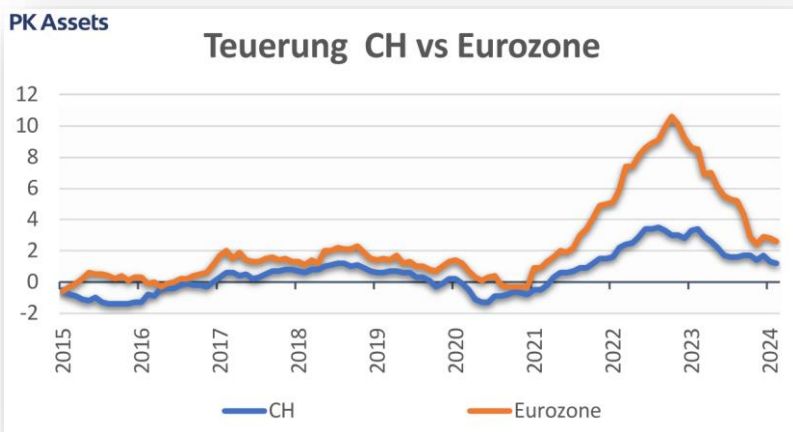
- Der Leitzinsentscheid der SNB war nachvollziehbar

„Der heutige Schritt ist kohärent. Er trägt der deutlich entspannten Preisentwicklung Rechnung, wie es das gesetzliche Mandat der SNB vorschreibt. Die Inflation liegt seit Juni 2023 unterhalb von 2% und damit innerhalb der Bandbreite, die die SNB mit Preisstabilität gleichsetzt. Zuletzt ist sie sogar auf 1,2% gefallen. Und das ist vermutlich kein isolierter Ausreisser nach unten, sondern der Schweiz stehen Jahre mit einer niedrigen Teuerung bevor. Die SNB hat die Inflationsvorhersage deutlich abwärts revidiert: Über den gesamten Prognosezeitraum bis Ende 2026 werden die Konsumentenpreise demnach maximal 1,5% gegenüber dem Vorjahr wachsen, meistens sogar deutlich weniger.“
F&W 3/2024



- Die Zinsen somit gut darstellbar

Wie sieht der Eidgenosse ggü. dem Bund aus?



Wie sieht der Eidgenosse ggü. dem Bund aus?

Grosse Verwerfungen sind jetzt wieder normalisiert worden

- Es fing damit an, dass die Teuerung in der Eurozone massiv schneller und höher stieg als in der CH

„Nach Russlands Angriff auf die Ukraine zogen 2022 die Energiepreise steil an. Doch weil die Schweiz weniger stark abhängig ist von globalen Energiemärkten, war sie weniger betroffen von diesem Preisschock. So ist Gas, das sich im Zuge des Kriegs besonders verteuert hat, in der Schweiz nur für 13 Prozent des Energieverbrauchs (halb so viel wie in Deutschland) verantwortlich. Die Schweiz betreibt keine Gaskraftwerke und deckt den Grossteil ihres Strombedarfs auf nichtfossile Weise ab, und zwar mit Wasserkraft (62 Prozent) und Atomkraft (29 Prozent).“
Thomas Fuster in NZZ 2/2024

- Dadurch musste die EZB deutlicher mit Zinserhöhungen reagieren
- Dies führte zu einem Auseinanderdriften der Zinsen
- Real, basiert auf realisierter Inflation konnten die markant höheren Nominalzinsen in der Eurozone den Inflationsnachteil mit der Zeit wieder kompensieren

PK Assets

Vermögensverwaltung für Institutionelle Kunden

- Home
- Firmenprofil
- Team
- Anlagephilosophie
- Track Records
- Marktanalysen**
- ESG-Analysen
- Dienstleistungen
- Archiv
- Kontakt
- Links

Marktanalysen

Hier finden Sie unsere regelmässig nachgeführten Marktanalysen.

Wir bieten Ihnen laufend Beiträge an in den Bereichen:

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

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

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

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 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.

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.