PK Assets

Fixed Income 4/2025:

Europa: „Whatever it takes II“

Was sagen unsere Modelle und die klügsten Köpfe der Finanzwelt?

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

Mögest du in interessanten Zeiten leben
Alter chinesischer Fluch

Zinsen Europa: Thesen

Schon vor den massiven Fiskalpaketen zeichnete sich ab:

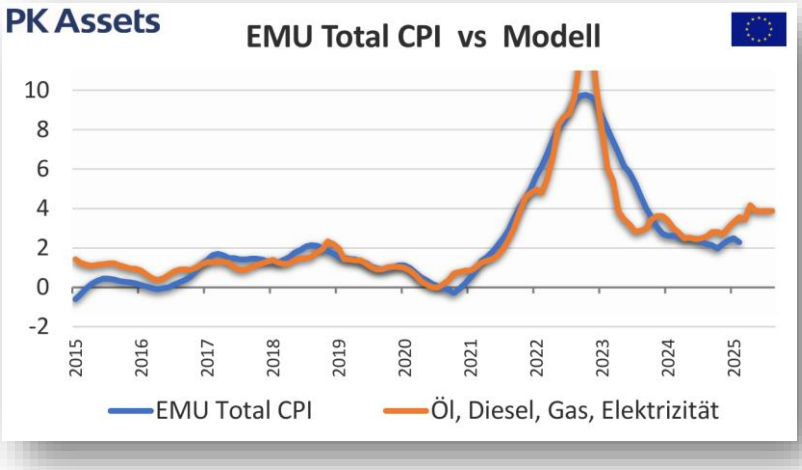
- Die Zeiten der verbesserten Teuerungszahlen ist vorbei
- Die Vorläufer zum Lohnkostenwachstum zeigen nur noch eine bescheidene Verbesserung an und bei 3% einen flachen Verlauf.
- Die Inflations-Breakevens haben bei einem interessanten Level Boden gefunden: Beim Notenbankziel von 2%
- Eigentlich war alles auf Leitzins-Reduktionen eingestellt, basierend auf unseren Vorläufern hätte ein Leitzinsziel von unter 2% herausschaut
- In unserem Modell für den Deutschen 10Y Bund war alles auf tiefere Marktzinsen eingestellt

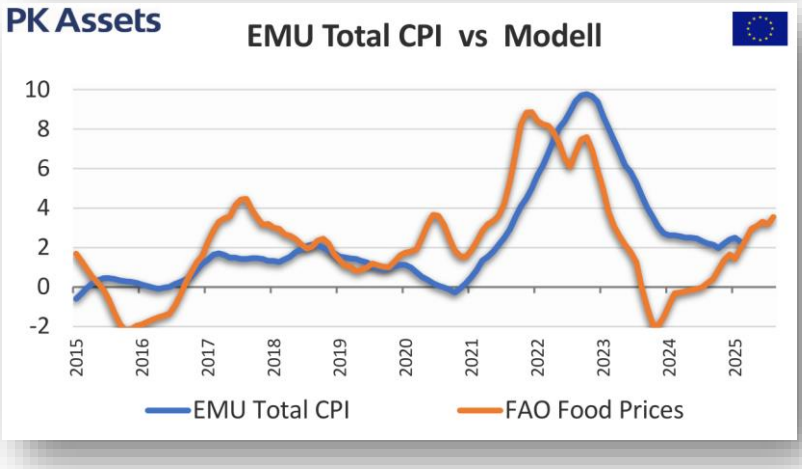
Dann kam der seismische Shift, und jetzt gilt:

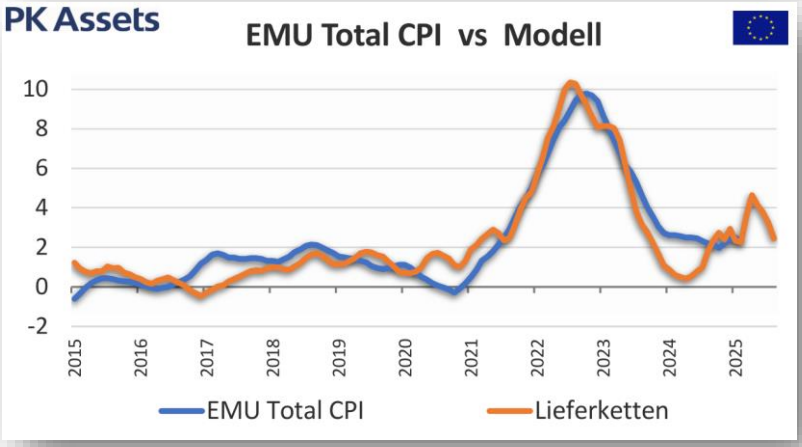
- Schulden rauf = Zinsen rauf
- Inflation rauf = Zinsen rauf
- Wachstum rauf = Zinsen rauf
- Supply rauf = Zinsen rauf
- Zinsspielraum der EZB runter = Zinsen rauf
- Bear Steepener
- Zinsen rauf = EUR rauf
- Peripherie-Spreads runter
- Swapspreads weiter runter
- Quantitative Easing
- Ende des amerikanischen Exzeptionalismus? Mal schauen

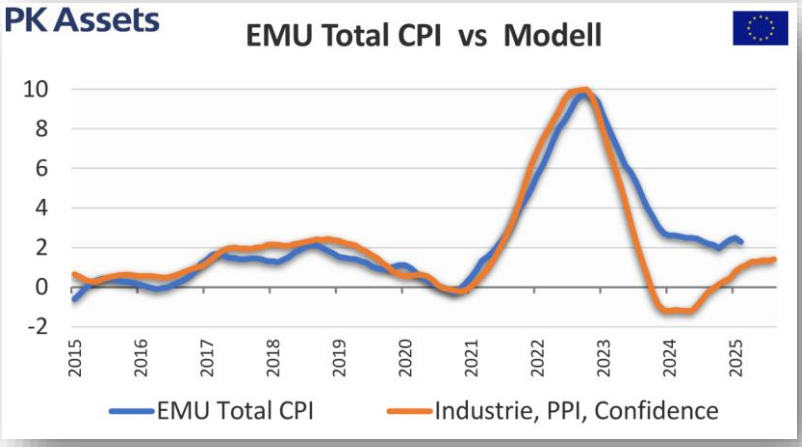
Zinsen Eurozone

Teuerungs-Mandat









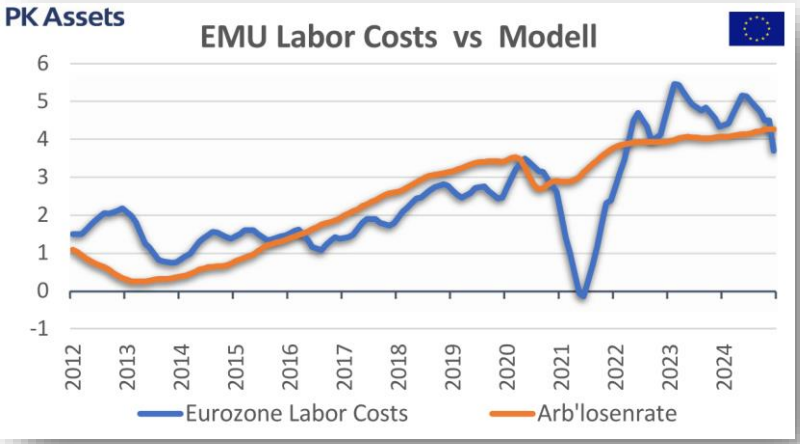
Inflationsprognose:

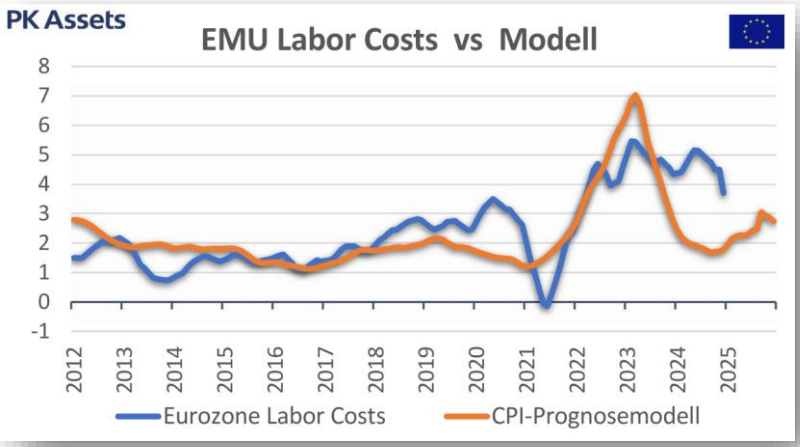
Die Zeiten der verbesserten Teuerungszahlen ist vorbei

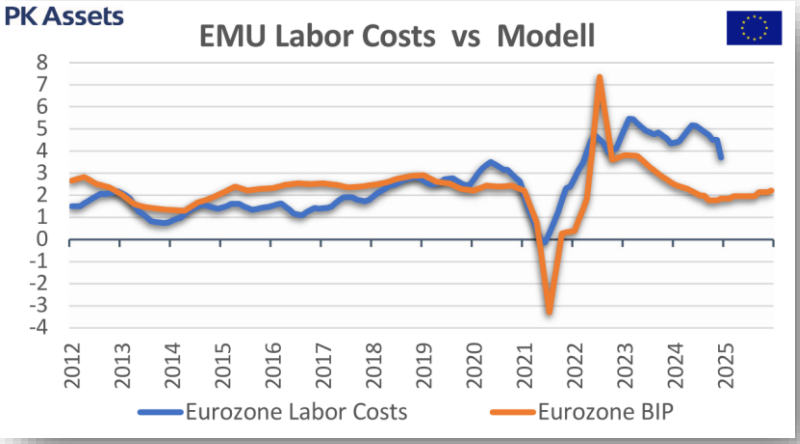
Alle Indikatoren-Gruppen in unserem Modell drehen

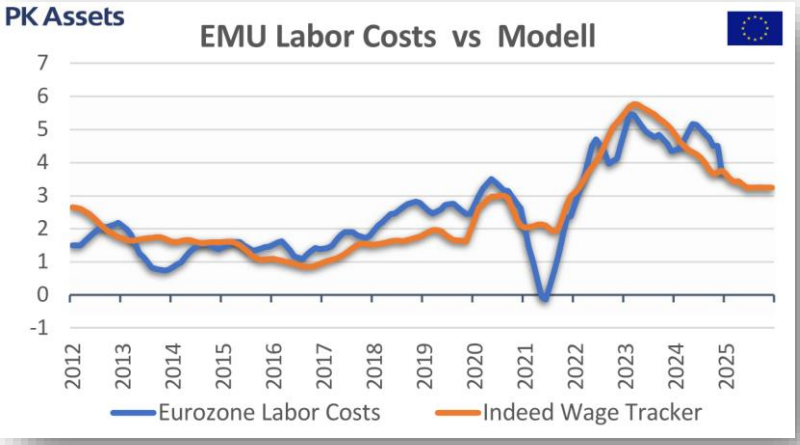
Zinsen Eurozone

Lohnkosten







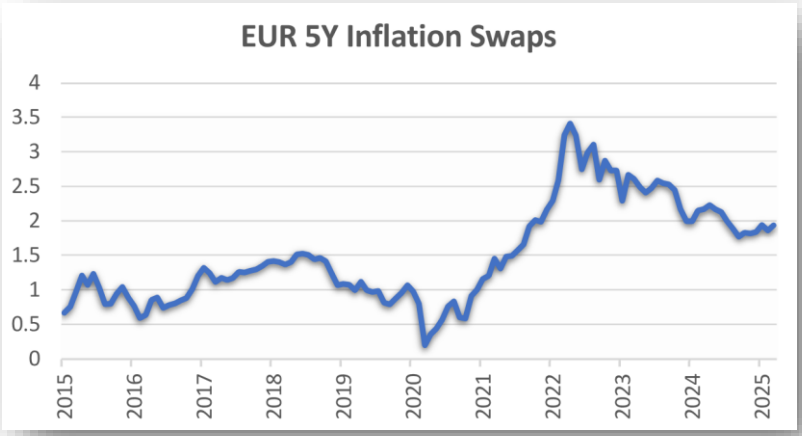


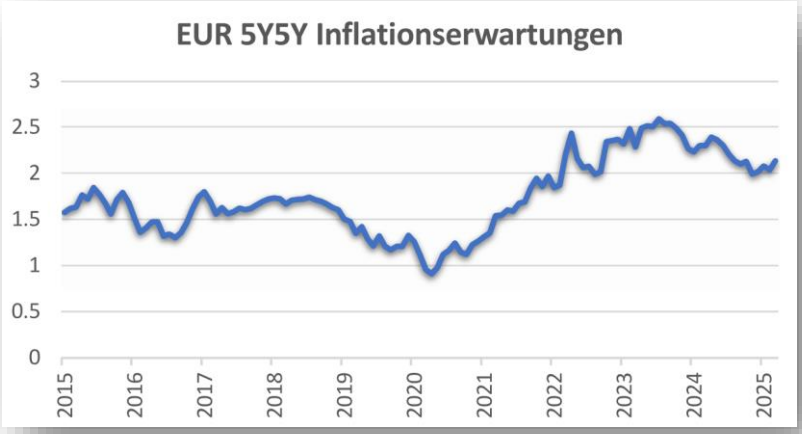
Lohnkostenprognose:

Die Vorläufer zeigen nur noch eine bescheidene Verbesserung an und bei 3% einen flachen Verlauf

Und die massiven Fiskalpakete sind noch überhaupt nicht eingepreist

„Inflations-Erwartungen“





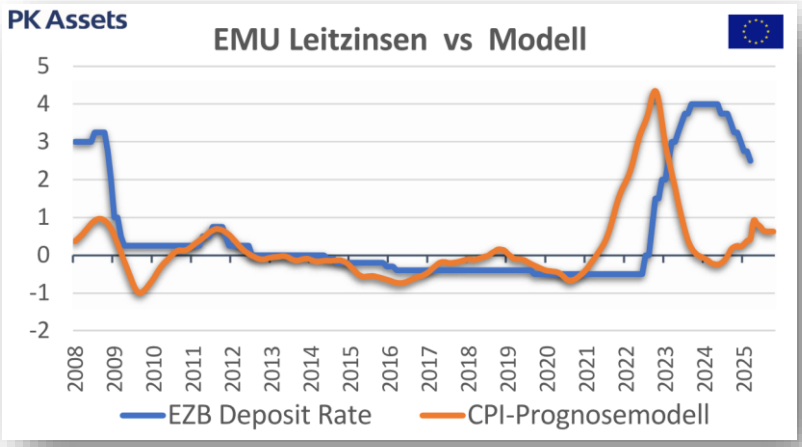
Inflationserwartungen:

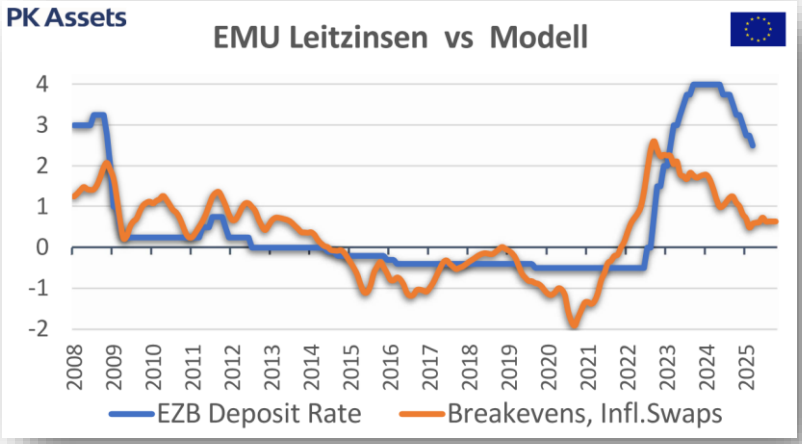
Die Inflations-Breakevens haben noch nicht gedreht, aber bei einem interessanten Level Boden gefunden:

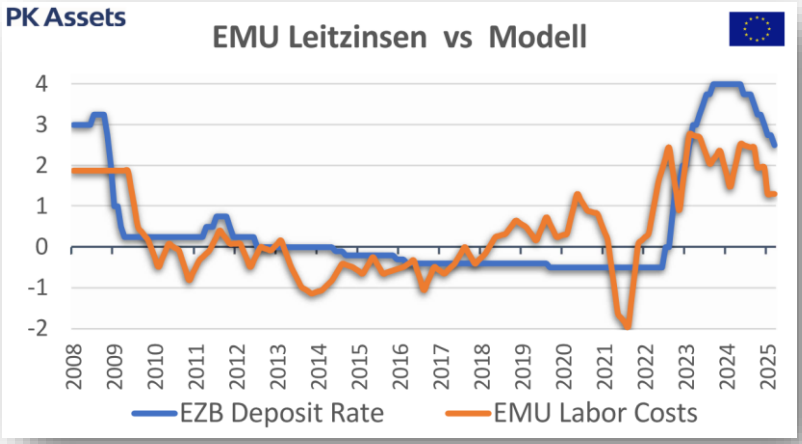
Beim Notenbankziel von 2%

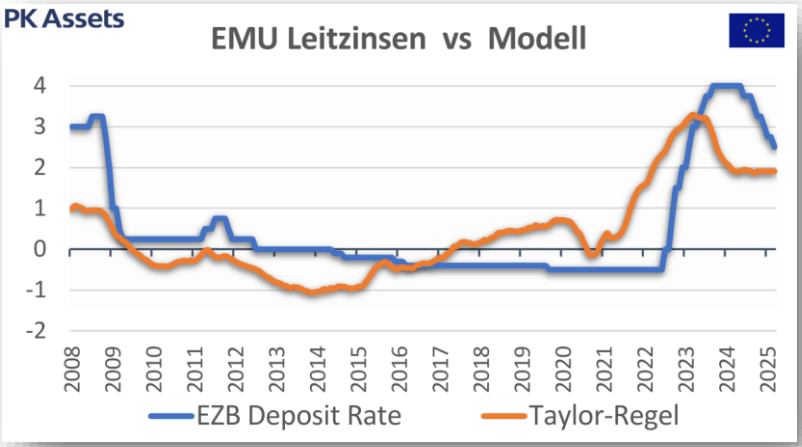
Zinsen Eurozone

EZB Leitzins









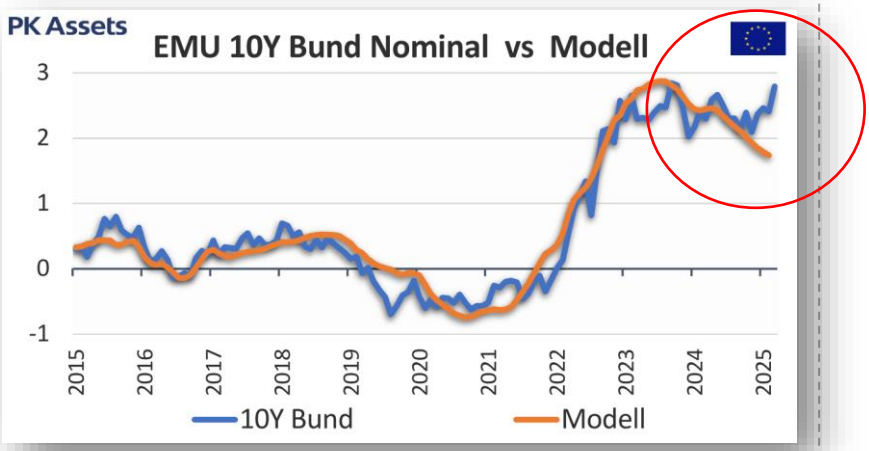
Leitzinsbewertung der EZB:

Eigentlich war alles auf Zinsreduktionen eingestellt…

Basierend auf unseren Vorläufern würde ein Leitzinsziel von unter 2% herausschauen

Deutscher Bund

10Y Bund
Modell



Unser Modell für den <u>Deutschen 10Y Bund:</u>

Alles auf tiefere Zinsen eingestellt, bis…

..zum Merz-Schock

Schalter umgelegt

Ändern die deutschen/europäischen Fiskalpläne alles?

Am Anfang des Jahres herrschte die Angst um den Euro:

*„**Parity** between the euro and the dollar is starting to look inevitable, and that would normally be a competitive boon for a manufacturing export-led economy, such as the euro area. This time is different. Demand from two of the European Union's main trade partners, China and Russia, is hamstrung by major domestic weaknesses and sanctions. (..) **euro weakness** will act as a brake on how quickly the European Central Bank can breathe in much-needed relaxation of monetary conditions. The ECB knows it needs to lower its key deposit rate further — having already cut four times since June. But cut too fast, and it will only accelerate the euro's descent. That could easily trip into **existential worries** about the whole common currency's viability. (..) **Growth is increasingly scarce**, and parts of the euro area are already in **recession**, particularly in the manufacturing sectors of Germany and France." Marcus Ashworth 1/2025*

Das Zinsszenario pendelte um die Themen Rezession und Sticky Inflation

„Einerseits ist die Inflation in der Euro-Zone noch nicht vollständig besiegt, was für eine eher strikte Geldpolitik spräche. Andererseits ist die Wirtschaftslage fragil, was eine eher lockerere Ausrichtung der Geldpolitik erfordert." Michael Rasch 1/2025

Die deutsche Schuldenbremse war bereits angezählt

„Die Schuldenbremse in ihrer derzeitigen Form dürfte die nächste Legislaturperiode nicht überleben. " Malte Fischer 2/2025

„In den vergangenen 25 Jahren hat der deutsche Staat den Transfer seiner Bonität zu den anderen Eurostaaten dadurch erreicht, dass er die Ausgaben für öffentliche Infrastruktur und militärische Verteidigung sträflich vernachlässigt hat, um die deutsche Verschuldung gering zu halten." Thomas Mayer

Dann kam der seismische Shift der geplanten Verteidigungsausgaben

*„The combination of the EU's ReArm Europe plan, Germany's EUR500bn infrastructure investment fund and the tweak to its debt brake constitutes a **seismic shift** promising structural change in public spending." Camille De Courcel 3/2025*

*„This is a genuine repricing to accommodate **half a trillion euros of unexpected spending**." Marcus Ashworth 3/2025*

*„Nobody doubts that this is the **biggest turning point for German economic policy at least since reunification**, and possibly much longer. " John Authers 3/2025*

„These numbers look particularly significant considering the German economy has not grown in the last three years." BNP Paribas 3/2025

Schalter umgelegt

Die unmittelbare Folge:

Marktzinsen rauf, Euro rauf, Bear Steepener, Swap-Spreads runter

*„The **euro rose to its strongest** this year versus the dollar as the wall of cash headed for Europe's defense industry prompts analysts to drop forecasts for parity between the two currencies. Goldman Sachs Group Inc., MUFG and TD have abandoned predictions that one euro will buy one dollar this year. " Naomi Tajitsu 3/2025*

*„The German two-year-to-30 year yield curve has **steepened** 20 basis points in the past month, with longer **yields rising** to an 80 basis point premium. " Marcus Ashworth 3/2025*

*„it's safe to assume the days of German debt to gross domestic product ratios of near **60% are history.**" Marcus Ashworth 3/2025*

*„The result will be a sustained and **permanent rise in euro borrowing costs**, along with the surge in debt." Marcus Ashworth 3/2025*

„Etwas Undenkbares ist geschehen"

„Something fundamental seems to have changed. The broader question now is if the conventional relationship has broken, what's next? Michael Hartnett, chief investment strategist at Bank of America Corp., suggests the stars are aligning for a reversal of well-entrenched position of German yields being substantially lower than the rest of Western bond markets by year end. That would have been practically unthinkable before last week. " Marcus Ashworth 3/2025

Schalter umgelegt

Die längeren Auswirkungen:

- ## Schulden rauf = Zinsen rauf

„Die Staatsverschuldung dürfte nach ersten Berechnungen in den kommenden zehn Jahren um rund 30 Prozentpunkte auf über 90 Prozent des BIP steigen." Lars P. Feld 3/2025

„Governments in the euro zone sold €1.37 trillion in bonds last year, which was already the highest in at least eight years. It is likely that new issuance this year will comfortably eclipse those numbers, marking a glut in debt supply. " Ven Ram 3/2025

*„A **2.5-3%** range is likely to be a new fair value for the Bund **this year**, compared with the 2.2% average FV we had in our 2025 Global Outlook. The Bund yield is nonetheless poised to rise further in future years (our analysis suggests **2.8-3.3% in 2026, 3.3-3.8% in 2027**) as higher growth expectations boost inflation risk premia and r-star, while excess liquidity continues its decline (although this could change depending on ECB's policy)." BNP Paribas 3/2025*

*„Yields on longer-dated euro-area bonds will **climb**, the yield curve will steepen, and swap spreads will cheapen as traders factor in the prospect of greater European government borrowing to pay for more defense spending. (..) If bonds follow the kind of template set when expectations for surprise extra borrowing jumped during the pandemic, **Germany's 10- and 30-year yields will rise sharply higher**. Back then, the German 10-year yield surged more than 50 basis points from a closing low of -0.86% in March over the next three months." Ven Ram 2/2025*

„Even after its seismic selloff, the 10-year bund yield remains lower than equivalents in the US, the UK, or any other country in the EU. The market had been telling German politicians that they had room to do this. " John Authers 3/2025

- ## Inflation rauf = Zinsen rauf

„Die Kapazitäten der Rüstungsindustrie und der Bauwirtschaft sind beschränkt. Die höhere Nachfrage wird daher vor allem erst einmal zu höheren Preisen führen. Schliesslich wissen auch Rüstungs- und Baufirmen, dass jetzt viel Geld da ist. Meine Befürchtung ist daher gross, dass das Paket zu höheren Inflationsraten führen wird." Lars P. Feld 3/2025

Zinsen Eurozone

Schalter umgelegt

- ## Wachstum rauf = Zinsen rauf

„For EUR rates, the combination of a better growth outlook and higher supply implies a ***structurally higher*** *range over time." Camille De Courcel 3/2025*

„We expect these measures to have a significant positive long-term impact on both ***growth and inflation****, increasing the level of potential GDP by 1.5% in Germany and 0.8% in the eurozone by 2030. For EUR* ***rates****, the combination of a better growth outlook and higher supply implies a* ***structurally higher*** *range over time" BNP Paribas 3/2025*

- ## Supply rauf = Zinsen rauf

„A surge in ***bond supply*** *alone could push German 5y5y almost 1.5pp higher by 2028, suggesting that the* ***repricing higher in 10y Bund yields*** *thus far constitutes re-anchoring to higher levels rather than a short-term sell-off which is to be faded." BNP Paribas 3/2025*

„Our ***term premium*** *framework suggests a 1-for-1 impact: a cumulative EUR145bn would mean a repricing of 5y5y Germany by the same amount, i.e. of up to 145bp by 2028 (an average 36bp per year), all else equal. EUR30bn this year would re-anchor the 5y5y at 3% in Q2, up from our H1 average of 2.77%." BNP Paribas 3/2025*

„We think the ***5y5y could*** *rise further to 3.30% by year-end,* ***peaking at 3.60%*** *into the Jan 2026 supply." BNP Paribas 3/2025*

„Dies entspräche einem zusätzlichen Finanzierungsbedarf von ***600 Milliarden Euro in der EU und 500 Milliarden Euro in der Eurozone allein für 2025.*** *Die Nettoneuverschuldung würde dann auf 1,3 Billionen Euro in der EU und 962 Milliarden Euro in der Eurozone steigen – Summen, für die Investoren gefunden werden müssten." Pablo Duarte 3/2025*

Schalter umgelegt

- ## Zinsspielraum der EZB runter = Zinsen rauf

*„Markets recognized the **new paradigm** with a rapid repricing of bonds and the euro. The consequences have spread to monetary policy too, and the bar for the **ECB** to cut interest rates again next month is now a lot higher, which will keep a euro on the mend well supported." Ven Ram 3/2025*

*„The question is what happens next. Barring political mishaps over the next two weeks, German fiscal policy is about to get as loose as it's been in generations, while the European Union is thrashing out massive new investment in defense. The EU must also contemplate the likely imminent imposition of **tariffs** by the US. This would be directly negative for growth, while **retaliation** would put upward pressure on inflation." John Authers 3/2025*

*„**ECB higher rates in the long run**: While the pure model output would suggest slightly higher policy rates from 2025, we think the ECB will balance these stronger domestic conditions with the risks of a worse global backdrop due to potentially sustained higher trade tariffs. For this reason, we think the ECB is unlikely to completely change the course of short-term policy." BNP Paribas 3/2025*

*„**Money growth in the euro zone is rising strongly**, suggesting economic growth will be better in the second half of 2025. This makes the expected three-plus ECB interest-rate cuts this year look too dovish." Simon White 2/2025*

- ## Bear Steepener

*„Investors including Goldman Sachs Asset Management, State Street Global Advisors and Nuveen are among those wagering European yield curves will **steepen further**. The market will demand higher returns to buy long-term debt, the thinking goes, given that higher government spending is likely to result in years of increased bond issuance, faster growth and a possible pickup in inflation." Alice Atkins 3/2025*

- ## Zinsen rauf = EUR rauf

*„For the EUR, too, the fiscal reforms presage a structural shift, in our view. The **flow channel** is particularly important, with the EUR to be bolstered by relative capital allocation and European investors being crowded into domestic fixed-income markets." BNP Paribas 3/2025*

„An extension of the current dynamic could drive serious, long- term flows toward the euro. " Garfield Reynolds 3/2025

Schalter umgelegt

- ## Peripherie-Spreads runter? Ja

„We think the impact of more defence spending is ***bullish for EGB spreads****, particularly for the periphery, considering the positive long-run impact on growth, and assuming issuance is predominantly* ***financed via EU*** *loans. Meanwhile more supply in Germany will* ***weigh on Bunds*** *acting as another force that tightens spreads." BNP Paribas 3/2025*

„Debt becomes increasingly more mutualized" BNP Paribas 3/2025

- ## Swapspreads noch weiter runter? Vermutlich ja

„The underperformance of bonds versus swaps in recent months reflects a reassessment of whether sovereign bonds are really "risk-free." " John Morton 1/2025

„Die Unsicherheit wächst, und die Bonität Deutschlands könnte zunehmend infrage gestellt werden. In einem Zinsswap sichert sich eine Partei einen festen Zinssatz über eine bestimmte Laufzeit. Die Differenz zwischen dem Swap-Zinssatz und der Rendite einer Bundesanleihe wird als deutscher Swap-Spread bezeichnet. Bis vor einigen Monaten war der 10-jährige deutsche Swap-Spread – die Differenz zwischen dem Zinssatz für 10-jährige Swaps und der Rendite einer 10-jährigen Bundesanleihe – positiv. Doch zuletzt sank er stark ins ***Negative*** *. Dies deutet darauf hin, dass sich Kreditnehmer angesichts* ***wachsender Unsicherheit über die Fiskal- und Geldpolitik*** *verstärkt feste Zinssätze über Swaps sichern. Die Bewegung des Swap-Spreads kann zusätzlich als Signal interpretiert werden, dass Marktteilnehmer mit* ***finanzieller Repression*** *rechnen – also damit, dass die EZB die Zinsen trotz steigender Inflation künstlich niedrig halten könnte. Bis Ende des Jahres werden weitere EZB-Zinssenkungen von mindestens 50 Basispunkten eingepreist." Pablo Duarte 3/2025*

„German swap spreads, already at record lows, are likely to turn more negative in the coming months as investors assess the potential for a seismic shift in defense spending from European governments. The 10-year swap rate fell to 2.39% on Tuesday, about five basis points below the yield on comparable German bonds, taking the spread to a ***record low.*** *The 30-year swap spread, meanwhile, reached a staggering minus 46 basis points, fast approaching levels* ***not seen since the global financial crisis****." Ven Ram 2/2025*

GERMAN 10-YEAR SPREAD TO SWAPS HITS MOST NEGATIVE ON RECORD Bloomberg 2/2025

Schalter umgelegt

- ## Quantitative Easing? Perspektivisch wohl ja

*„Es ist zu vermuten, dass die **EZB** als «lender of last resort» wieder massiv Staatsschulden mit frisch geschöpftem Geld aufkaufen wird. Dies dürfte zu einem massiven **Vertrauensverlust** in die Geldwertstabilität führen, verbunden mit einem **Melt-up-Boom in Sachwerten, primär Aktien und Gold**." Peter E. Huber 3/2025*

„There will be a crucial question on QT ahead of 2027" BNP Paribas 3/2025

- ## Ende des amerikanischen Exzeptionalismus? Mal schauen..

„The strength of recent euro gains signals investors are rushing to rerate the region following its fiscal shift — aided by the rapid deterioration in the US exceptionalism theme that dominated markets for the past decade." Garfield Reynolds 3/2025

„We said: DeepSeek = deep peak in US exceptionalism." Michael Hartnett 3/2025

- ## Hurrah!

*„Europe winning but not for European reasons…Trump, China, Russia Ukraine ending, Middle East more stable; that said global move up-in manufacturing/down-in-services good tailwind for further EU outperformance, and European political panic means deeper cyclical fiscal stimulus; structurally we think bank sector consolidation, a Euro bond, Draghi reforms, and a period of stronger Euro and strong stocks is the secret sauce for **Europe to shift from "rent" to "own."** " Michael Hartnett 2/2025*

- ## Zweifel bleiben

„Europe has a long way to go to shed its reputation of never missing an opportunity to miss an opportunity." Marcus Ashworth 3/2025

„Der Euro könnte unter die Parität zum Dollar rutschen und endgültig zur Weichwährung werden. Der Abschied Deutschlands von der Schuldenbremse, der sich für die Zeit nach der Bundestagswahl abzeichnet, droht der Euro-Zone damit das Fundament zu entziehen, auf dem sie einst errichtet wurde." Malte Fischer 3/2025

„Für den Bundesverband der Deutschen Sicherheits- und Verteidigungsindustrie wirkt die Entscheidung «wie eine Art Befreiungsschlag». Der Verband Die Familienunternehmer hingegen zeigte sich «entsetzt über die Zerstörung der Schuldenbremse». Ähnlich weit auseinander gehen die ersten Kommentare führender Ökonomen." Rene Höltschi 3/2025

Mehr Research gratis auf unserer Webseite www.pkassets.ch/Marktanalysen

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 Akkuratesse 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

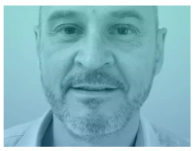
Makro-Zahlen: 2. Fällt das U.S. Lohnwachstum weiter? download

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

the market NZZ

Jürg Lutz



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

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 Akkuratesse 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.