

Fixed Income 10/2023:

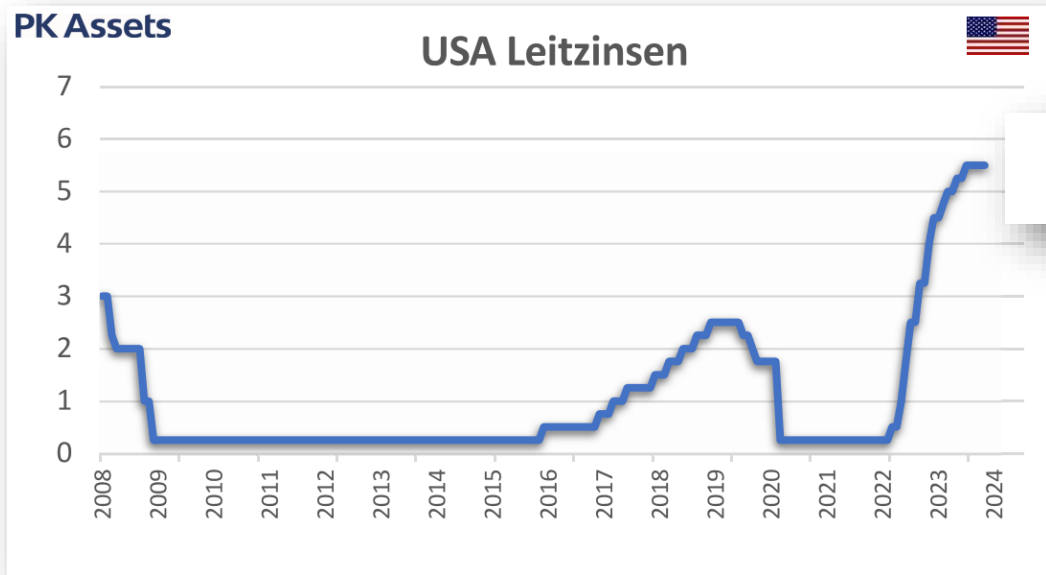
Notenbanken

*Leitzinsen im*  
*2024*

*Sind Bonds ein*  
*Buy?*

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

*Quo vadis Federal Reserve?*

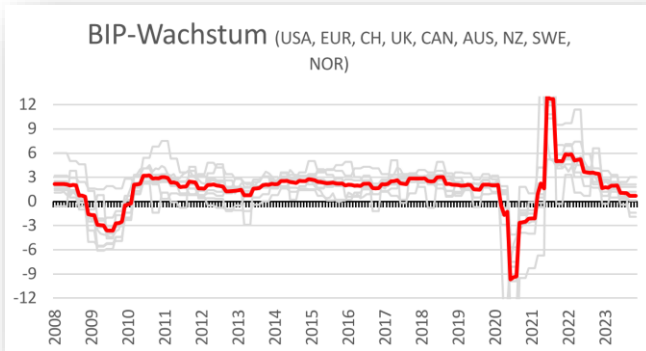


*...und was machen die anderen Notenbanken?*

*Wir schauen ins 2024:*

# Auslegeordnung: Leaders und Laggards

*Nur wer früh positioniert ist, holt sich die Meriten in den Bondmärkten:  
Es verdichtet sich ein Case von ...Buy!*



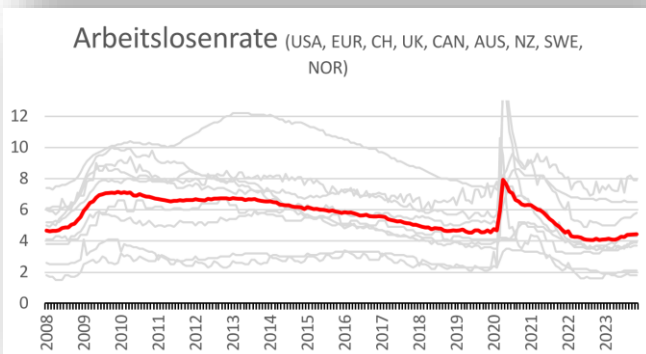
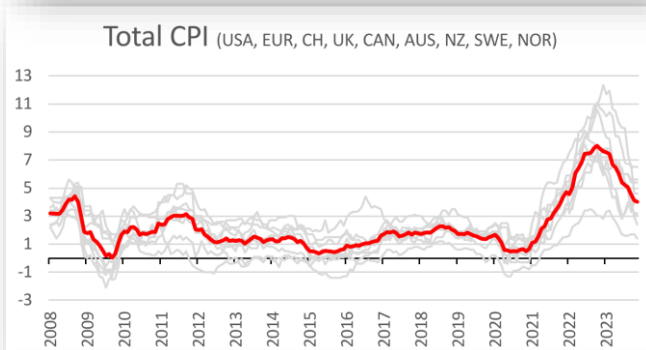
*Wir schauen auf die wichtigsten Bond-Märkte:*

*Das BIP-Wachstum nähert sich dem Stillstand.*

*Die Konjunktur ist der vorlaufende Faktor für...*

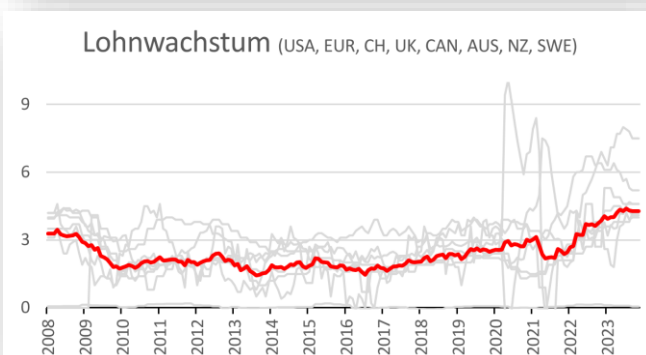
*..die Teuerung.*

*Diese kommt deutlich zurück.*



*Der Arbeitsmarkt bleibt stark, ist aber am drehen.*

*Die Teuerung und der Arbeitsmarkt sind zusammen die Vorläufer für...*



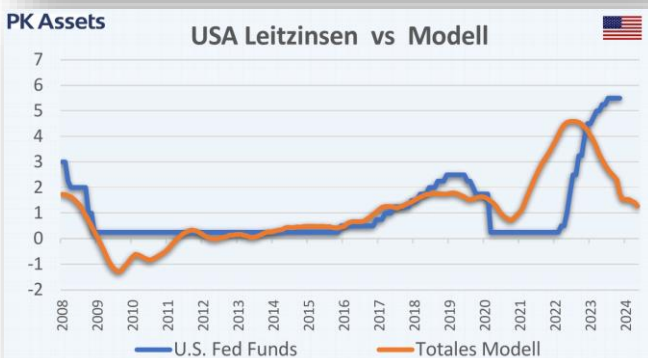
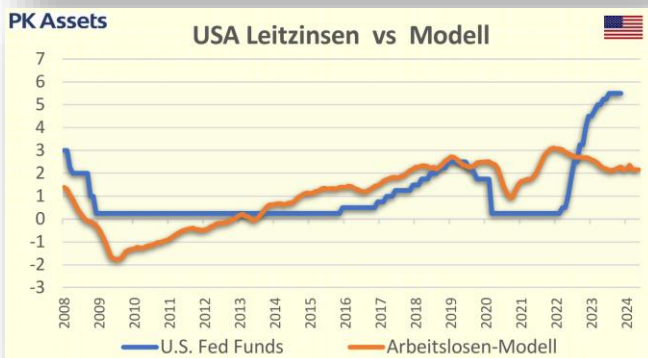
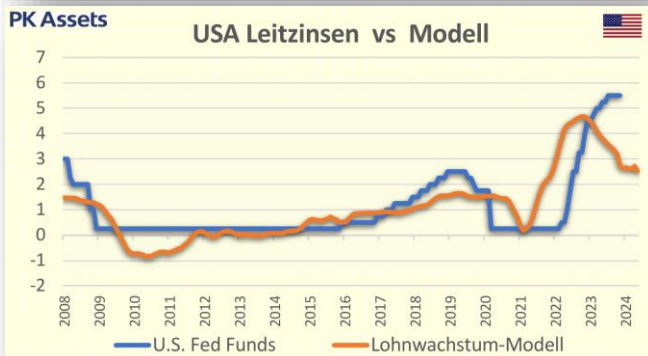
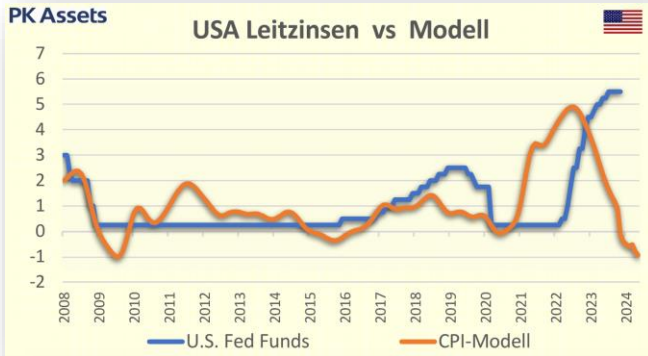
*...das Lohnwachstum, der Knackpunkt für die Bondmärkte.*

*Nur wenn hier der Turnaround gelingt, dann gibt es einen Bull-Markt im 2024*

**Auf welche Märkte setzen?**

# Leitmarkt USA

*Basierend auf unseren Vorläufern wird 2024 ein bullishes Fixed Income-Jahr in den USA*



- Unser CPI-Modell ist extrem bullish; speziell die längeren Vorläufer zeigen weiter deutlich nach unten; wir sind gespannt ob die kürzeren Vorläufer (z.b. Benzin) den längeren über die nächsten Monate folgen werden*

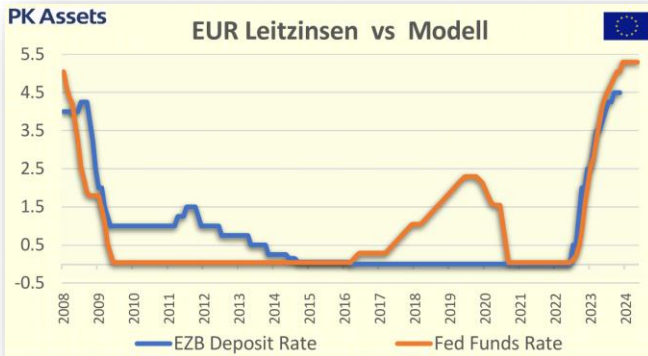
- Unser Modell für das Lohnwachstum sieht ebenfalls weiter fallende Notierungen, allerdings ist das Modell nicht so bullish wie das CPI-Modell*

- Unser Modell für die Arbeitslosenrate zeigt nur wenig Abwärtspotential, allerdings hat es auch nicht wesentlich höhere Leitzinsen als im 2019 angezeigt*

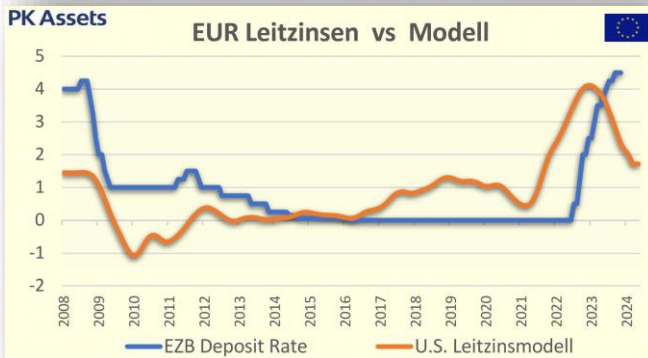
- Unser Modell für den U.S. Leitzins zeigt insgesamt massives Bull-Potential an; es wird sich weisen, ob die aussichtsreichen längeren Indikatoren durch die rollierenden kürzeren bestätigt werden*

# Eurozone

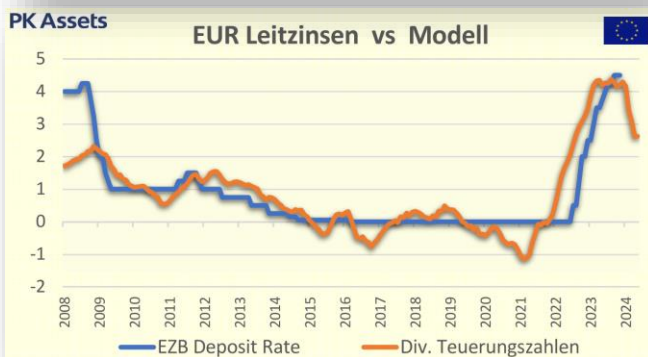
*Auch die Eurozone dreht. Eine bullische Vorgabe aus den USA und unser optimistisches Teuerungsmodell für die Eurozone sprechen für ein gutes 2024 für Fixed Income auch in der Eurozone*



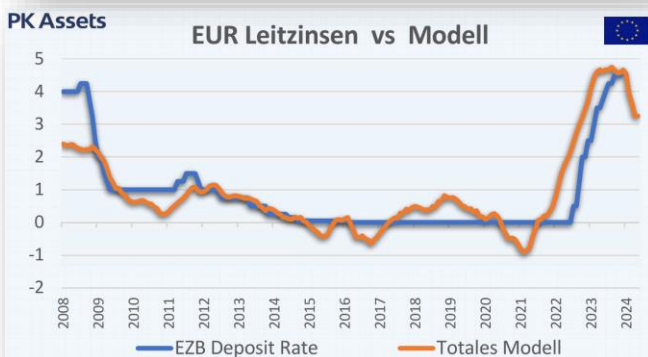
- Die U.S. Fed Funds sind ein wichtiger Vorläufer für die Leitzinsen in der Eurozone. Die Bundesbank läuft mit 3-6 Mt Verzögerung dem Fed nach



- Dementsprechend wichtig ist unser Vorlaufmodell für die U.S. Fed Funds, und hier zeigt sich deutliches Abwärtspotential



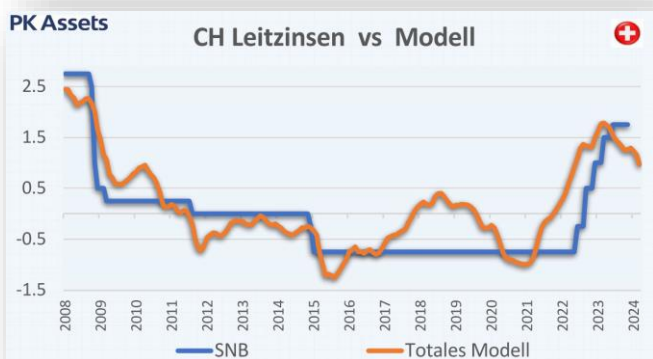
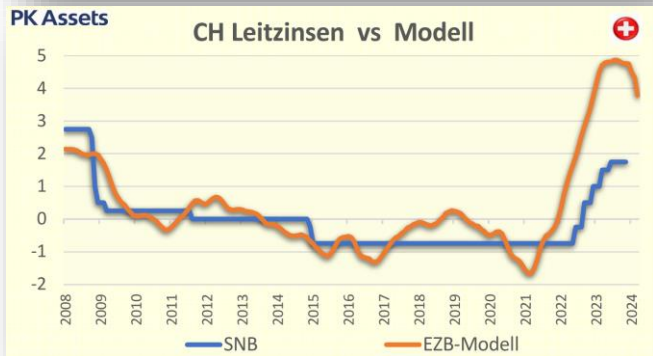
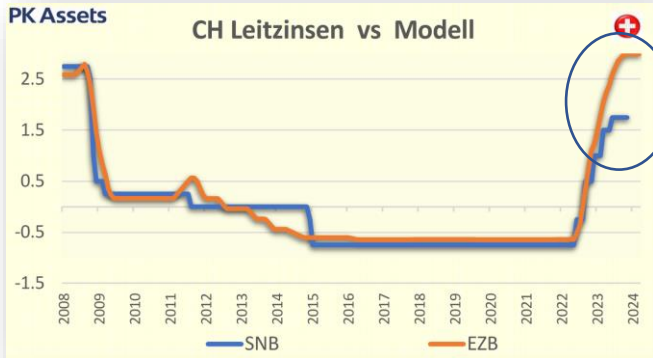
- Die Zahlen zur Teuerung im Euroraum zeigen unterschiedliche Bullishness für die Leitzinsen: Das CPI ist massiv bullish, die Service-Inflation und die Inflationserwartungen aus den Linkern sind erst noch am drehen



- Unser Modell für die Leitzinsen im Euroraum ist bullish, aber nach hinten verschoben vs. die USA, und es fehlen Vorläufer, die tief ins 2024 schauen

X-Variable jew. der Y-Variable im Chart angehängen!

Die SNB verkaufte lieber Devisen als Zinsen erhöhen, das 2024 sieht gut aus, aber nicht so lukrativ wie EUR oder gar USD, allerdings ohne Währungsrisiko



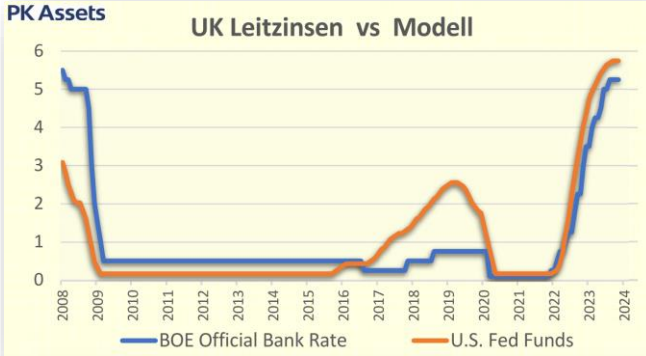
- Die SNB verändert die Leitzinsen m.o.w. **synchron** mit der EZB, die letzten Monate hat sie aber nicht mehr mitgemacht, es wurde die grotesk hohe SNB-Bilanz mit Währungsverkäufen reduziert

- Uns scheint, die EZB-Mechanik ist am drehen, dies impliziert unser EZB-Modell

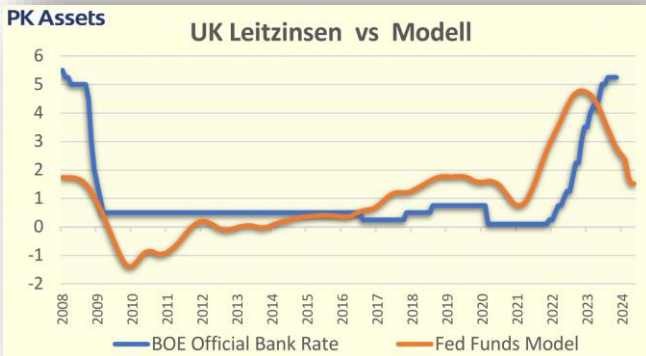
- Die Währung –auch wegen FX-Verkäufen – hilft der SNB, auf Zinserhöhungen zu verzichten
- Das CPI hat klar gedreht und ist unter der 2%-Marke

- Unser Modell für die Leitzinsen in der CH dreht, analog zum Leitmarkt EUR bzw. USD

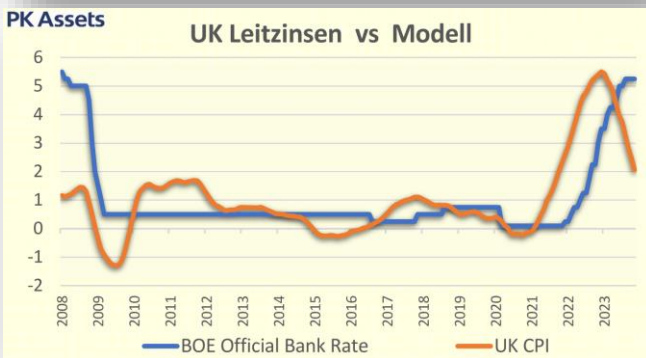
## Die UK wird sich dem Sog aus den USA nicht entziehen können



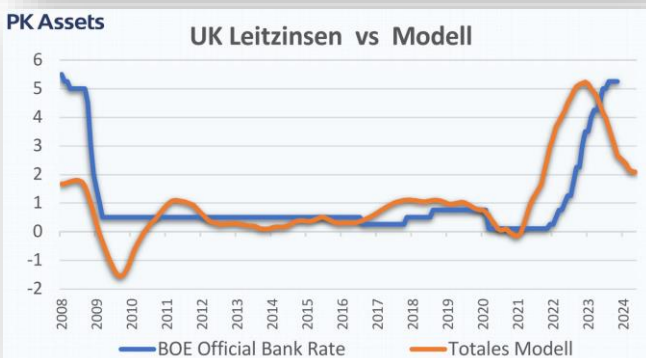
- Die BOE bewegt ihren Leitzins **synchron** zum **U.S. Fed**, deshalb spielt die EZB hier im Modell keine Rolle



- Umso wichtiger ist das **Modell für den Leitmarkt USA**

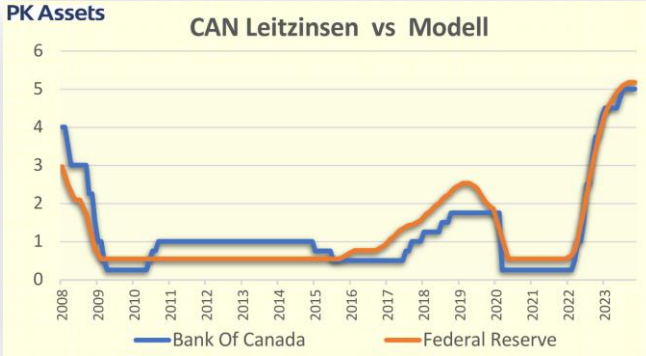


- Und auch die **Teuerung** in UK spielt mit für tiefere Leitzinsen
- Die einzige, jedoch namhafte, Variable, die nicht ins Bild passt ist das nominale **Lohnwachstum**, welches noch nicht nach unten gedreht hat

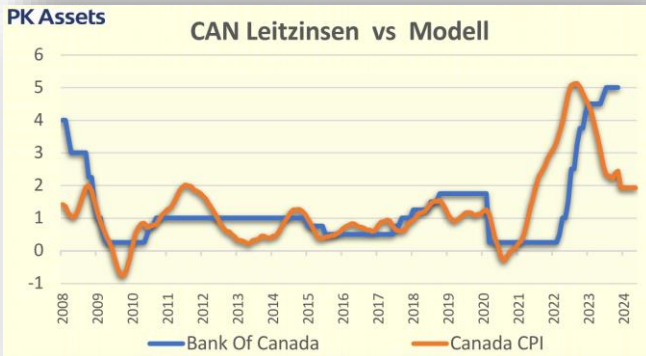


- Dies wird aber kompensiert durch fallende **Häuserpreise**
- Unser Modell für die Leitzinsen in UK ist per Saldo **bullish**

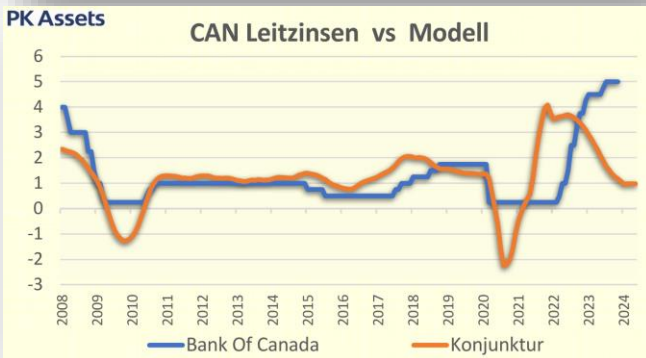
## Alle Modellbausteine ausser dem Arbeitsmarkt bullish



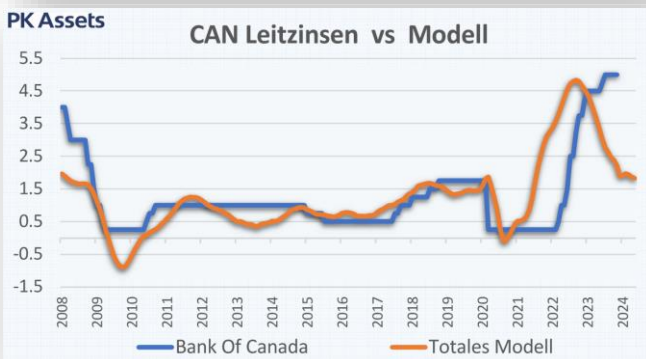
- Die BoC verfügt zwar über ein gewisses Innenleben, folgt aber relativ klar dem U.S. Fed, dementsprechend wichtig das U.S. Fed-Modell



- Das kanadische CPI spricht eine klare Sprache, die Inflationserwartungen sind genau auf dem Notenbankziel



- Die Konjunktur stockt: Der kanadische Arbeitsmarkt hat gedreht, ist aber noch relativ stark, das BIP-Wachstum strebt Richtung Null und die Häuserpreise schrumpfen

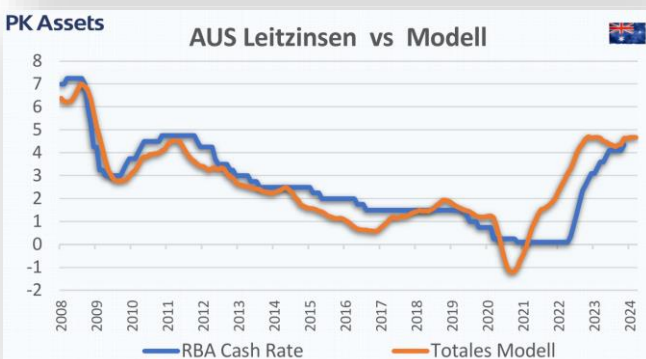
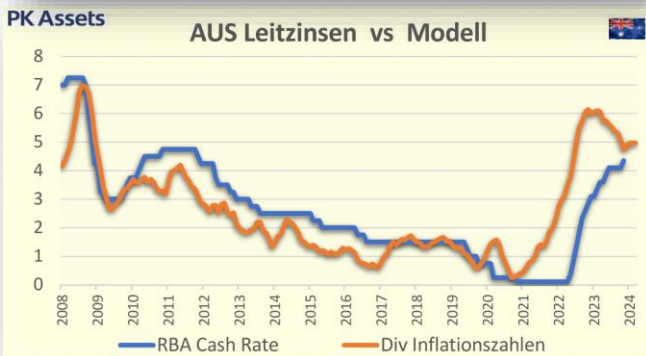
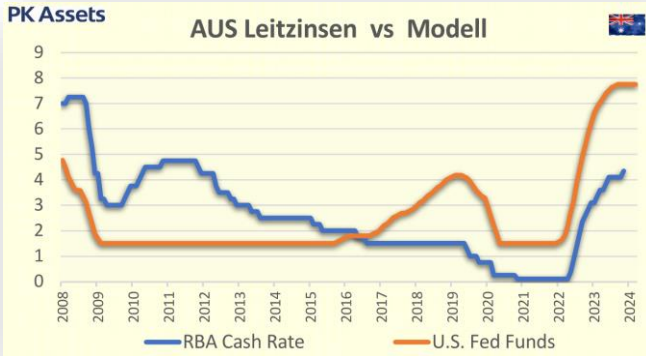


- Unser Modell für die Leitzinsen in CAN ist per Saldo bullish



# Australia

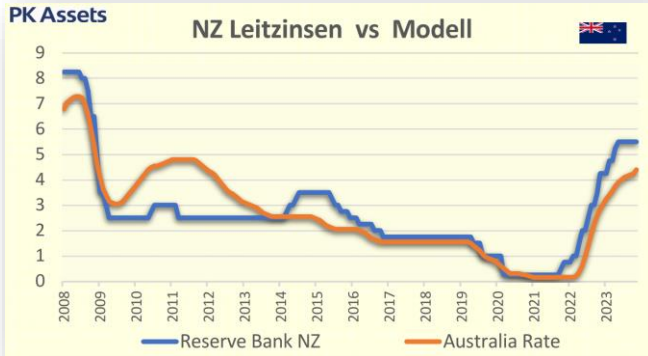
*Australien folgt mit einigem Abstand den USA und der Case für Zinsreduktionen ist noch nicht weit gediehen; noch steigen die Löhne zu stark*



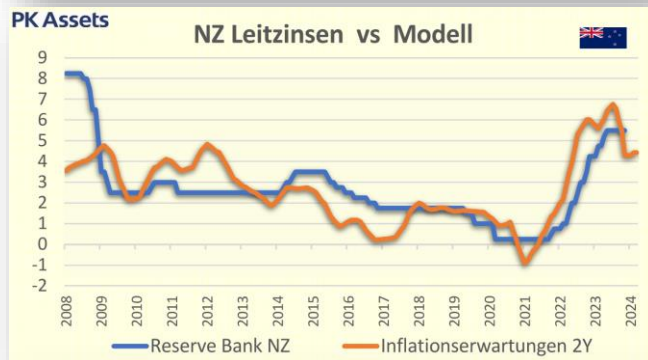
- *Es ist erstaunlich, die Kapitalmarktzinsen in Australien sind eng korreliert mit dem U.S. Treasury, aber die Leitzinsen sind zum Teil sehr **phasenverschoben zum Fed**; aber immerhin: bei den **Umkehrpunkten** funktioniert der Link*
- *Die australische **Inflation** – und die Inflationserwartungen – haben noch nicht gedreht wie anderswo, steigen aber nicht mehr*
- *Die australische **Konjunktur** und der **Arbeitsmarkt** scheinen nicht mehr stark genug zu sein, um höhere Leitzinsen zu fordern*
- *Was überhaupt nicht ins Konzept fallender Leitzinsen passt, sind die steigenden **Lohnkosten***
- *Unser Modell für die Leitzinsen in AUS sieht noch keinen Pivot*

# Neuseeland

*Der Case für Neuseeland sieht ähnlich aus wie derjenige Australiens, zuerst die Löhne, und erst dann die Notenbank*



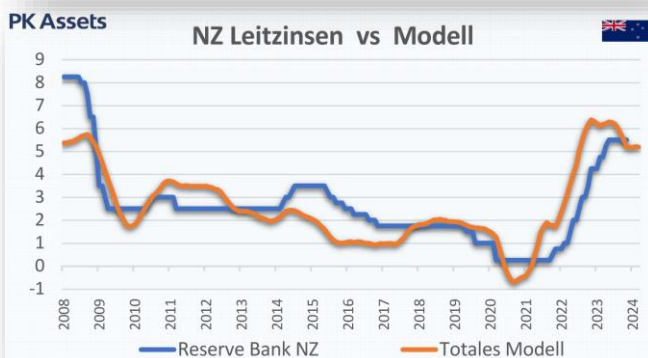
- *Die Leitzinsen sind stark mit denjenigen von Australien verknüpft*



- *Die Inflationserwartungen haben deutlich gekehrt, das CPI auch, ist aber noch deutlich höher als in den USA*



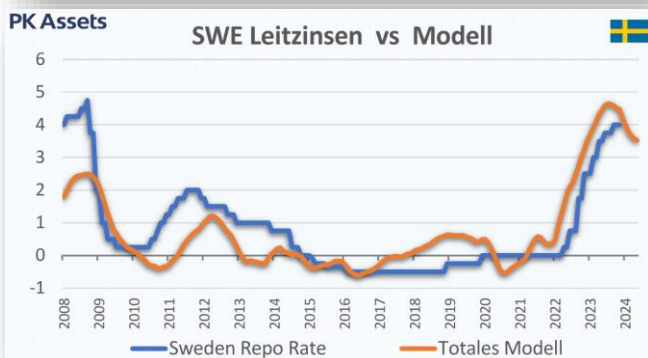
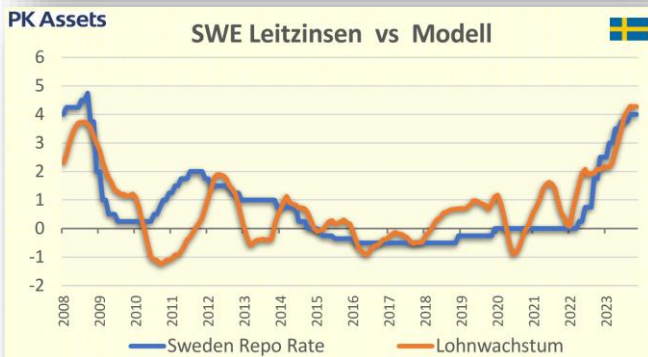
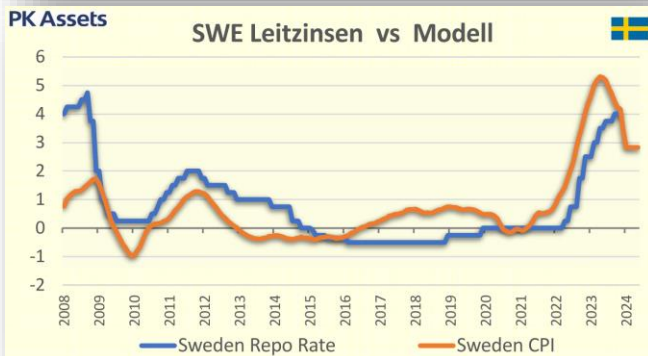
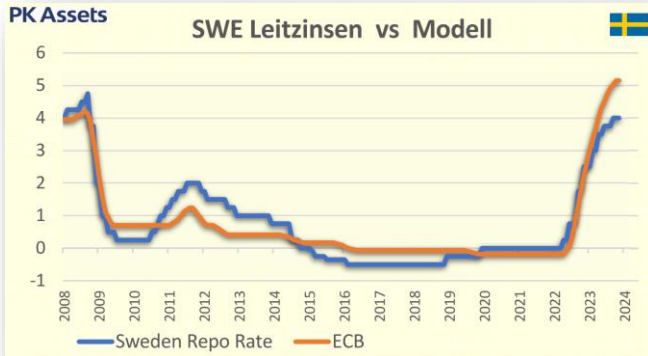
- *Noch fehlt der Rückgang des Lohnwachstums, um eine Lohn/Preisspirale unwahrscheinlich zu machen*



- *Unser Modell für die Leitzinsen in NZ sieht noch keinen Pivot*

# Schweden

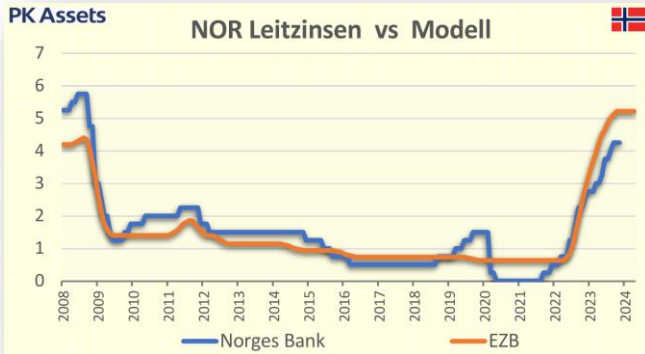
## CPI und Arbeitslosenrate gedreht, Inflationserwartungen gecrasht, der Markt wartet auf die Löhne



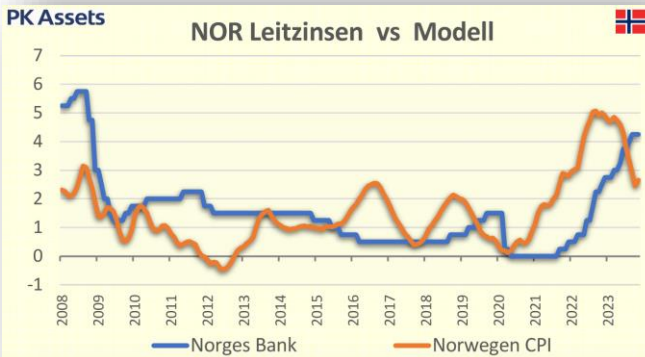
- Die Leitzinsen der Riksbank und der EZB sind hoch korreliert
- Das schwedische CPI hat kräftig gedreht und sich halbiert, das nimmt Druck weg von der Riksbank
- Die längeren Inflationserwartungen sind geradezu gecrasht
- Das Problem in Schweden sind die Löhne, die weiter steigen, zugegebenermaßen ein Lagging Indicator, der aber trotzdem erst gebrochen werden muss, um eine Lohn/Preis-Spirale auszuschließen
- Unser Modell für die Leitzinsen in SWE ist am drehen aber fragil

# Norwegen

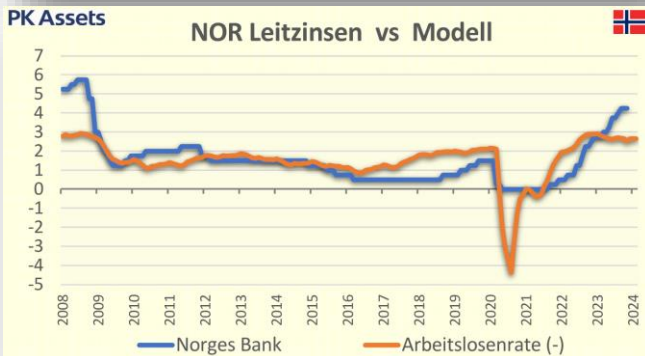
## Noch nicht bereit für Zinssenkungen



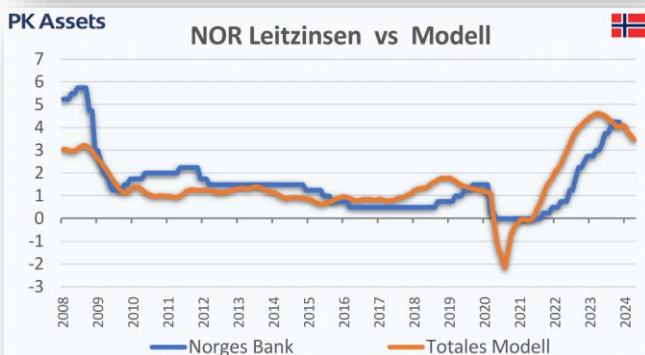
- Die Leitzinsen der Norges Bank und der EZB sind hoch korreliert



- Das norwegische CPI hat zwar gedreht, aber es hat zuletzt nach oben überrascht und bleibt auf sehr hohem Niveau



- Der Arbeitsmarkt sieht zu stark aus für Zinsreduktionen

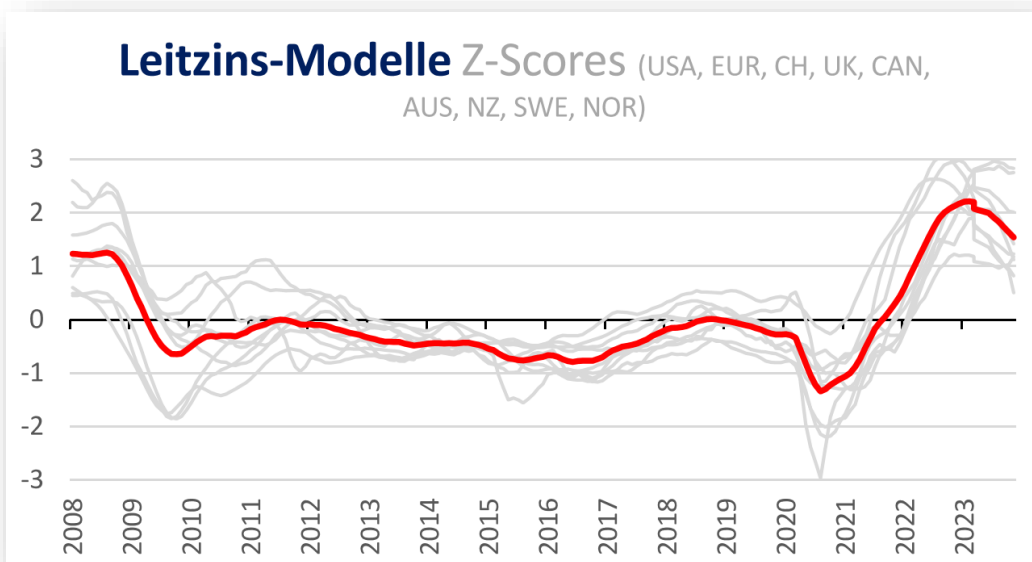


- Unser Modell für die Leitzinsen in NOR ist noch nicht am drehen

## Generelle Bemerkungen

*Nur wer früh positioniert ist, holt sich die Meriten in den Bondmärkten:  
Longs mit Lohn-Risiko: Wir finden man sollte es wagen!*

1. *Der Leitmarkt USA sieht bullish aus! Der Leitmarkt sieht am besten aus von allen Bond-Märkten*
2. *Wir rechnen damit, dass die Eurozone den USA folgen wird*
3. *Die CH folgt der Eurozone, aber das Potential ist ungleich tiefer, speziell verglichen mit den USA*
4. *UK und Canada sehen bullish aus*
5. *AUS und NZ sind Laggards im globalen Bereich, hier ist noch kein Pivot aus den Daten zu lesen*
6. *SWE und NOR sind Laggards im europäischen Bereich, Löhne und Arbeitsmarkt sind nicht am drehen*
7. *Somit: U.S., CAN, UK sehen am besten aus. Problem für die Währung?*
8. *Währungstechnisch sieht es am besten aus für den CHF, wie immer, wenn die globalen Zinsen fallen*
9. *Die Währungen der Laggards könnten relativ besser abschneiden...*
10. *... als die Währung der besonders bullischen Märkte, insbesondere USD*
11. *Aber: Die Kapitalgewinne bei längeren Bonds in bullischen Bondmärkten haben den Währungsverlust in der Vergangenheit locker übertroffen*



Wir freuen uns auf Ihr Feedback auf [j.lutz@pkassets.ch](mailto:j.lutz@pkassets.ch)

und:

Besuchen Sie uns auf [www.pkassets.ch](http://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.