

Zinsen 2/2023:

Investieren in Zeiten des Bull-Steepeners:

6 erstaunliche Aussagen

Aus der Sicht des CHF-basierten Investors

Vorbemerkung

Kommt der Bull-Steepener?

Wir glauben: Ja

Wir verweisen auf unser Essay auf www.pkassets.ch/marktanalysen mit dem Titel „Vor der grossen Bond-Party“

Fragt sich: Machen Fremdwährungsobligationen Sinn in Zeiten von Bull-Steepeners auf den Zinsmärkten?

Machen sie Sinn insbesondere aus der Sicht des CHF-basierten Investors?

Wir haben die letzten 4 Episoden eines solchen Bull-Steepening von Top-to-Trough angeschaut und versuchen, einige Schlüsse zu ziehen, die vielleicht allgemeingültig sind, auch für den kommenden –falls er kommt

Jede Episode ist anders, weshalb wir versuchen, zurückhaltend zu argumentieren, auch wenn die Zahlen aufregend sind

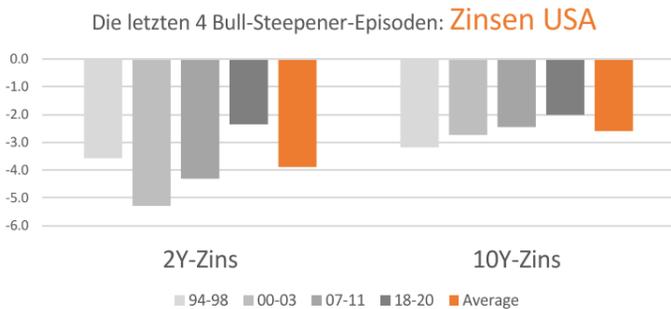
Die 4 Episoden liefen von 1994-1995, 2000-2003, 2007-2011 und 2018-2020, waren also durchgängig längere Perioden, wie geschaffen für Buy and hold

Wir kommen zu 6 erstaunlichen Erkenntnissen

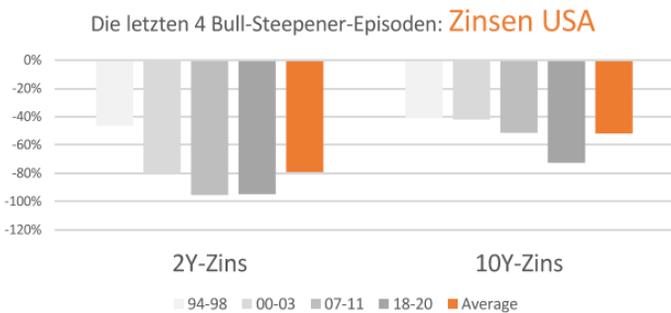
Wir wünschen viel Vergnügen bei der Lektüre

U.S. Treasury

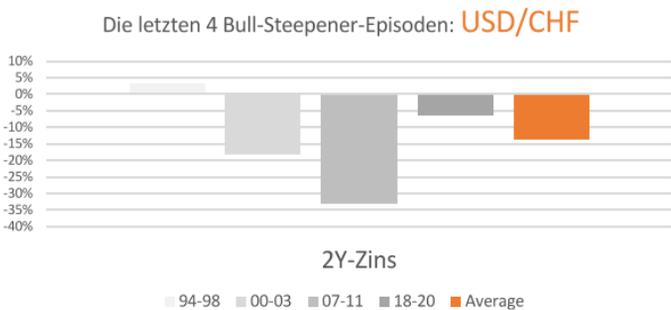
Investieren in Zeiten des Bull Steepeners: U.S. Treasury 10Y



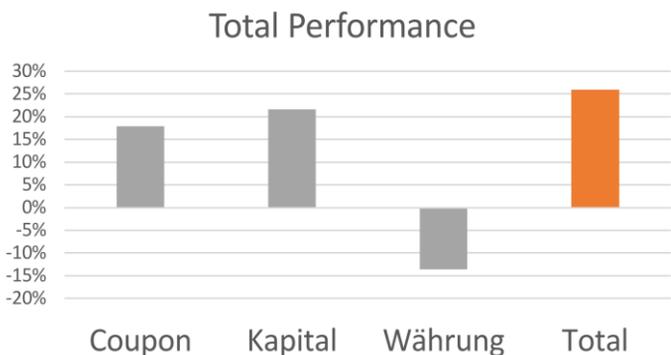
Die Zinsen (hier die nominale Differenz von Anfang bis Schluss der Episode) fallen zuverlässig auf der ganzen Kurve



In % des Ausgangs-Niveaus der Zinsen kommen so wirklich grandiose Zinssenkungen heraus



Bull-Steepener sind keine guten Zeiten für den USD ggü dem CHF, es muss mit deutlichen Währungsverlusten gerechnet werden, die Homogenität ist schlecht, das Risiko damit beträchtlich

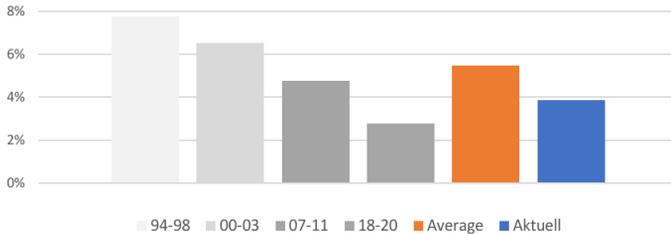


Historisch war die Totalperformance im Durchschnitt aber erklecklich

Milchbüchlein-Rechnung bei den Kapitalerträgen:
Zinsreduktion x 8 Jahre Duration als Annäherung für einen 10y-Bond

Investieren in Zeiten des Bull Steepeners: U.S. Treasury 10Y

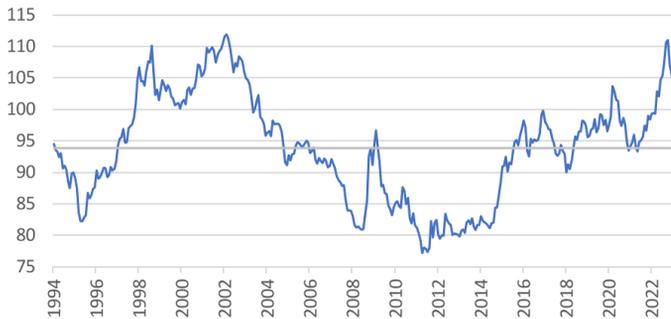
Die letzten 4 Bull-Steepener-Episoden: **Zinsen USA:**
Ausgangs-Niveau



Ausgangsniveau der Zinsen heute:

Die Zinsen heute sind tiefer als in den ersten zwei Bull-Steepener-Episoden aber immerhin im Bereich der Grossen Finanzkrise: Eigentlich ziemlich attraktiv

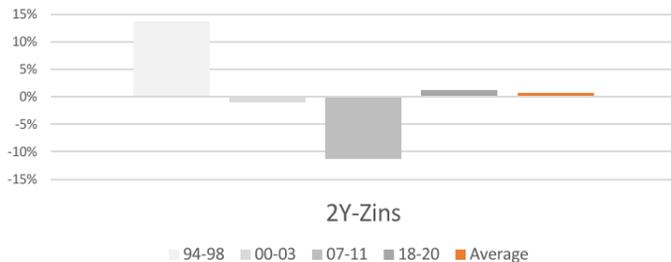
USD Real Effective Exchange Rate



REER:

Der Dollar sieht überbewertet aus, auch nachdem er einen Hit genommen hat in den letzten Monaten.

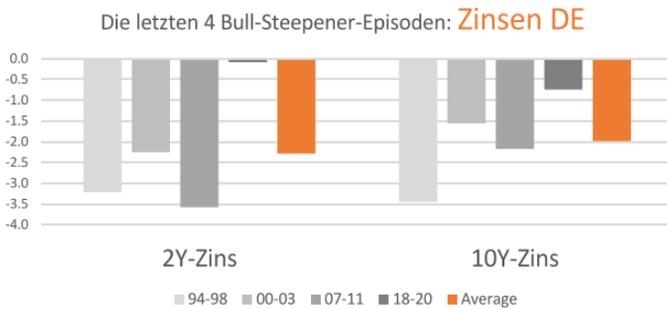
Die letzten 4 Bull-Steepener-Episoden: **USD REER**



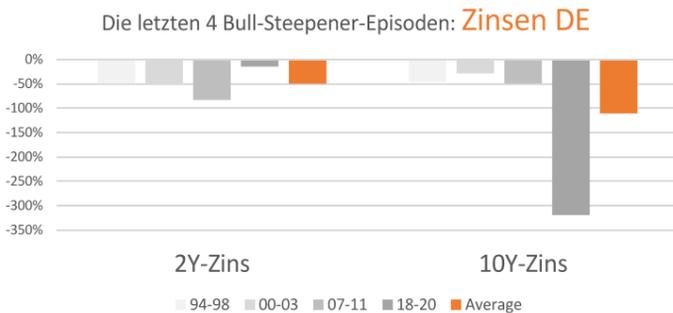
Erstaunlicherweise besteht kein konsistentes Muster der REER-Performance des USD, egal ob der Start in einer Phase der «Über-» oder «Unterbewertung» stattfand

Deutscher Bund

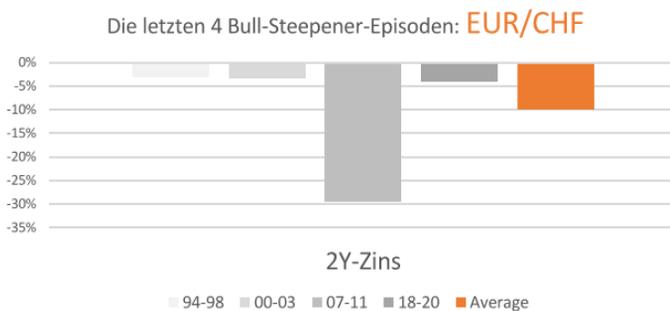
Investieren in Zeiten des Bull Steepeners: Deutscher Bund 10Y



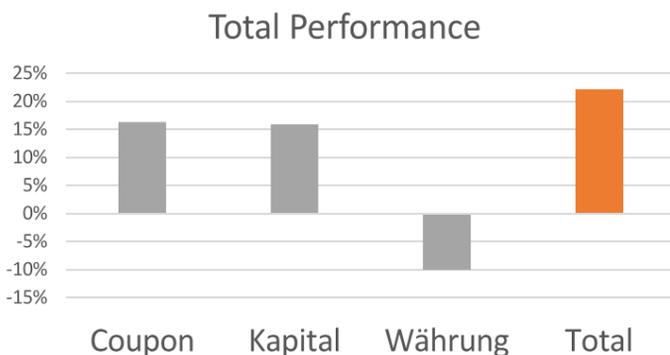
Die Zinsen (hier die nominale Differenz von Anfang bis Schluss der Episode) fallen zuverlässig auf der ganzen Kurve, im längeren Segment homogener als im kurzen



In % des Ausgangs-Niveaus der Zinsen kommen so wirklich grandiose Zinssenkungen heraus



Bull-Steepener sind keine guten Zeiten für den EUR ggü dem CHF, es muss mit deutlichen Währungsverlusten gerechnet werden, die Homogenität ist schlecht, das Risiko damit beträchtlich

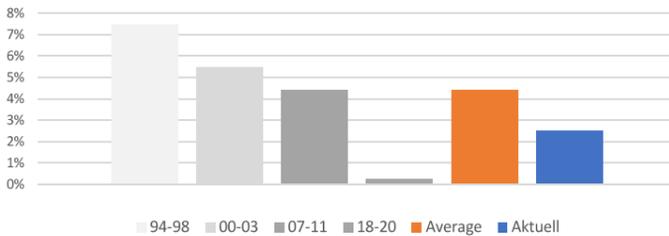


Historisch war die Totalperformance im Durchschnitt aber erklecklich

Milchbüchlein-Rechnung bei den Kapitalerträgen:
Zinsreduktion x 8 Jahre Duration als Annäherung für einen 10y-Bond

Investieren in Zeiten des Bull Steepeners: Deutscher Bund 10Y

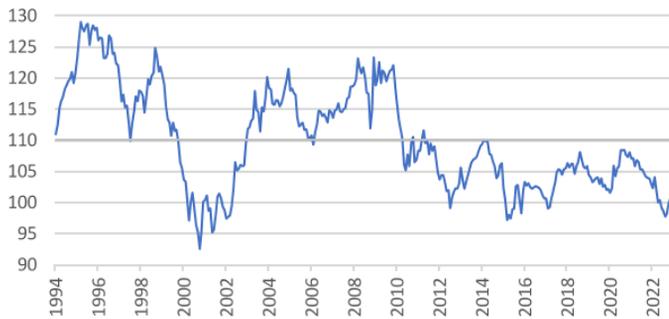
Die letzten 4 Bull-Steepener-Episoden: **Zinsen DE**
Ausgangs-Niveau



Ausgangsniveau der Zinsen heute:

Die Zinsen heute sind tiefer als in den ersten drei Bull-Steepener-Episoden aber immerhin im Bereich der Levels bei der Grossen Finanzkrise: Nicht eben attraktiv aber ungleich besser als noch vor kurzer Zeit

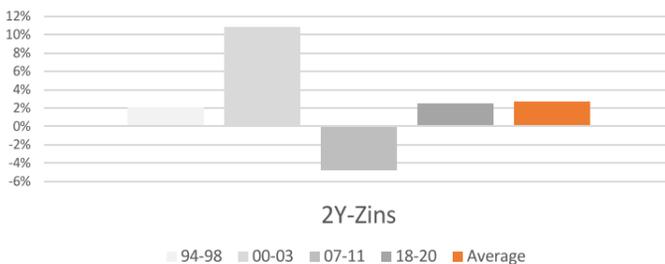
EUR Real Effective Exchange Rate



REER:

Der Euro sieht unterbewertet aus. Schaut man auf die letzten 10 Jahre, dann verblasst das Potential.

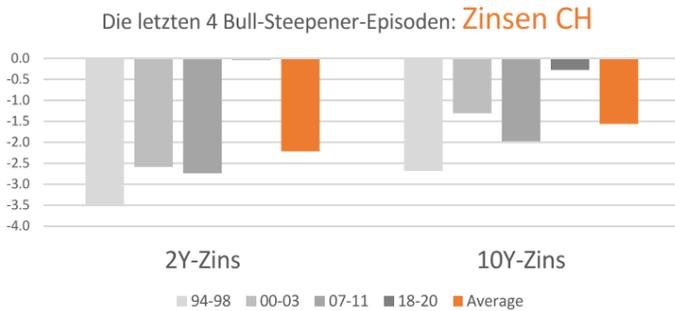
Die letzten 4 Bull-Steepener-Episoden: **EUR REER**



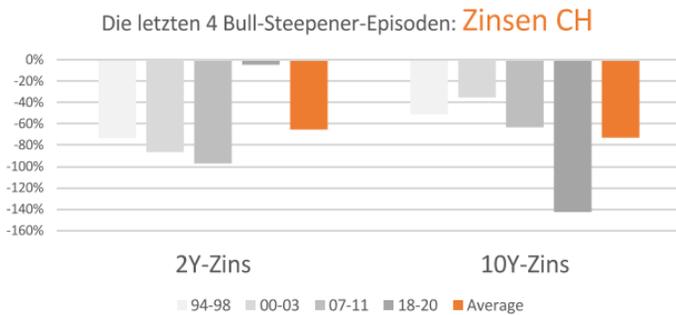
Es besteht ein gewisses REER-Pattern insofern, als dass der EUR REER in Richtung Average geht während Bull-Steepener-Phasen, insofern, dürfte hier wenig Risiko bestehen im Falle eines Falles.

CH Eidgenosse

Investieren in Zeiten des Bull Steepeners: Eidgenosse 10Y

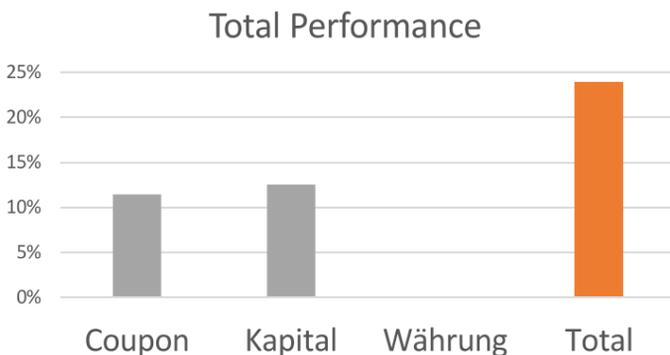


Die Zinsen (hier die nominale Differenz von Anfang bis Schluss der Episode) fallen zuverlässig auf der ganzen Kurve



In % des Ausgangs-Niveaus der Zinsen kommen so wirklich grandiose Zinssenkungen heraus, im Schnitt bei über 70%

Der Hauptvorteil des CHF-Engagements ist natürlich die Absenz eines Währungsrisikos, das, wie gesehen, beträchtlich ist für die Periode eines Bull-Steepeners

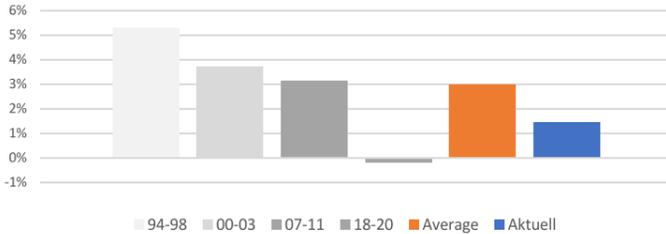


Historisch war die Totalperformance im Durchschnitt erstaunlicherweise absolut im Bereich der USD- und EUR-Bonds!

Milchbüchlein-Rechnung bei den Kapitalerträgen:
Zinsreduktion x 8 Jahre Duration als Annäherung für einen 10y-Bond

Investieren in Zeiten des Bull Steepeners: Eidgenosse 10Y

Die letzten 4 Bull-Steepener-Episoden: **Zinsen CH**
Ausgangs-Niveau

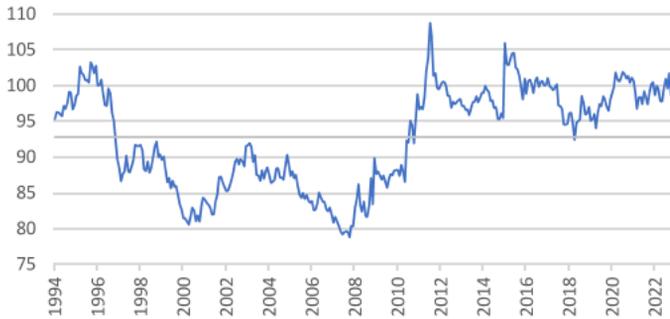


Ausgangsniveau der Zinsen heute:

So rasant der Eidgenossenzins-Anstieg ist, das aktuelle Niveau ist nicht übermässig attraktiv

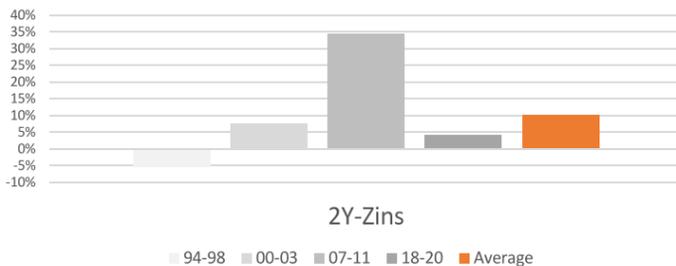
REER:

CHF Real Effective Exchange Rate



Der CHF sieht leicht überbewertet aus, aber wenn man die letzten 10 Jahre anschaut ist er komplett neutral

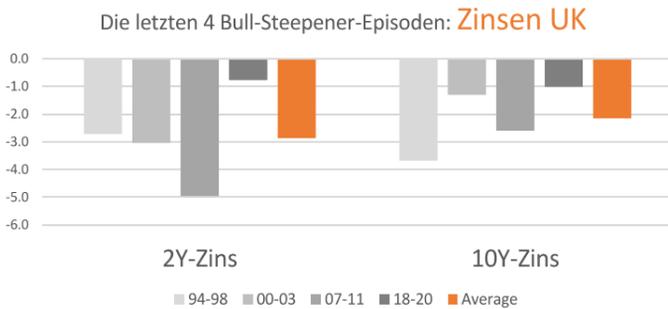
Die letzten 4 Bull-Steepener-Episoden: **CHF REER**



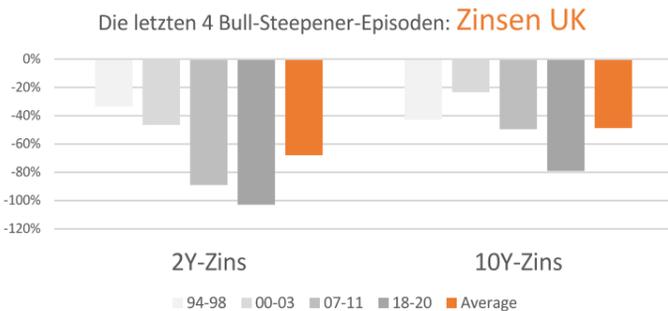
Es besteht ein konsistentes Muster der REER-Performance des CHF: Der CHF wertet in jeder Periode des Bull Steepeners auf, sowohl nominal wie auch real!

uk Gilt

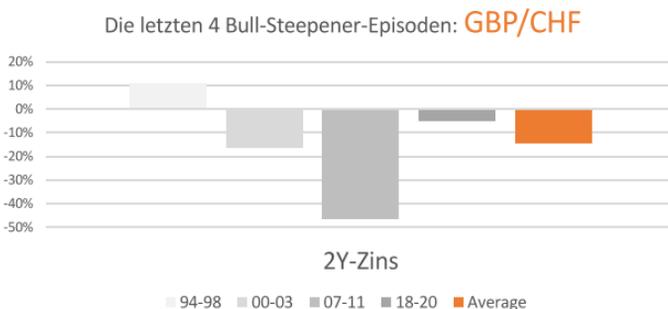
Investieren in Zeiten des Bull Steepeners: Gilt 10Y



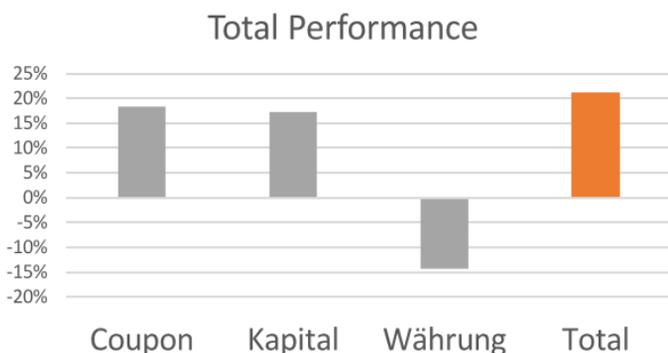
Die Zinsen (hier die nominale Differenz von Anfang bis Schluss der Episode) fallen zuverlässig auf der ganzen Kurve



In % des Ausgangs-Niveaus der Zinsen kommen so wirklich grandiose Zinssenkungen heraus



Bull-Steepener sind keine guten Zeiten für den GBP ggü dem CHF, es muss mit substantziellen Währungsverlusten gerechnet werden, die Homogenität ist schlecht, das Risiko damit beträchtlich

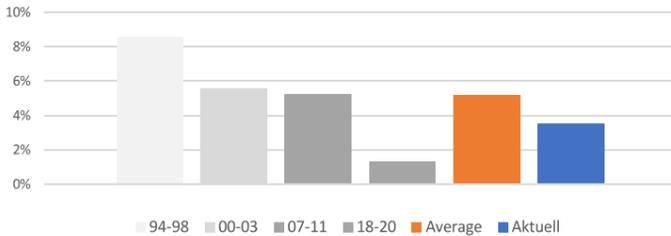


Historisch war die Totalperformance im Durchschnitt aber erklecklich

Milchbüchlein-Rechnung bei den Kapitalerträgen:
Zinsreduktion x 8 Jahre Duration als Annäherung für einen 10y-Bond

Investieren in Zeiten des Bull Steepeners: Gilt 10Y

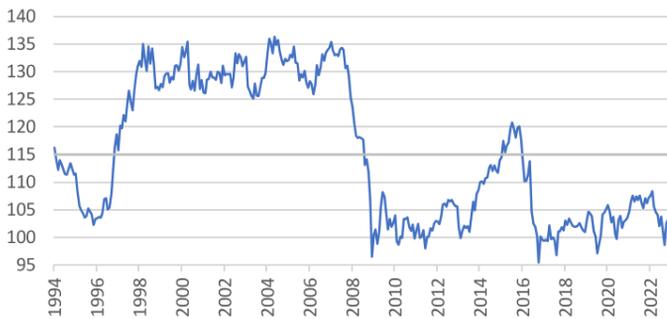
Die letzten 4 Bull-Steepener-Episoden: **Zinsen UK**
Ausgangs-Niveau



Ausgangsniveau der Zinsen heute:

Die Zinsen heute sind tiefer als in den ersten drei Bull-Steepener-Episoden aber immerhin im Bereich der Niveaus bei der Grossen Finanzkrise: Eigentlich eher attraktiv

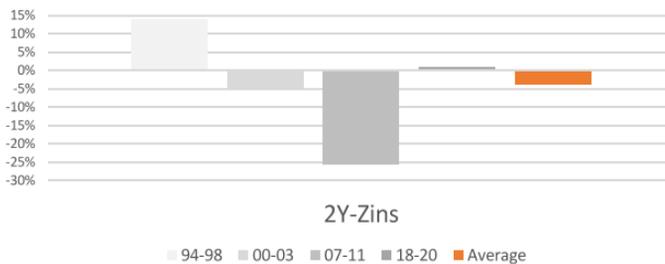
GBP Real Effective Exchange Rate



REER:

Das Pfund sieht unterbewertet aus, es wurde wegen dem Brexit abgestraft

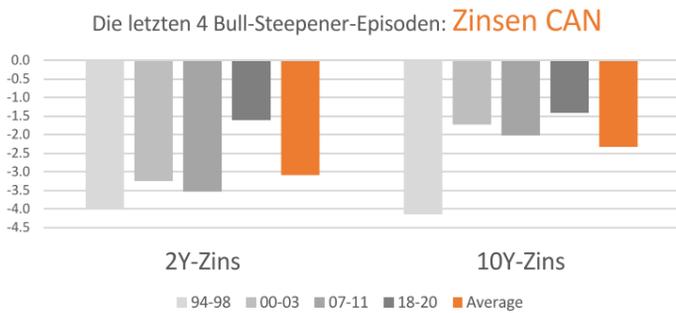
Die letzten 4 Bull-Steepener-Episoden: **GBP REER**



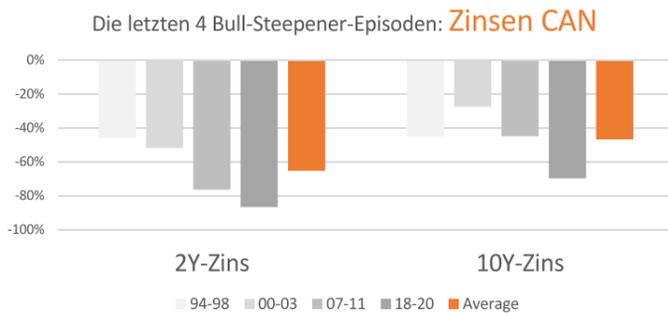
Es besteht ein gewisses REER-Pattern insofern, als dass der REER in Richtung Average geht während Bull-Steepener-Phasen, insofern, dürfte hier wenig Risiko bestehen im Falle eines Falles.

Canadian 10Y

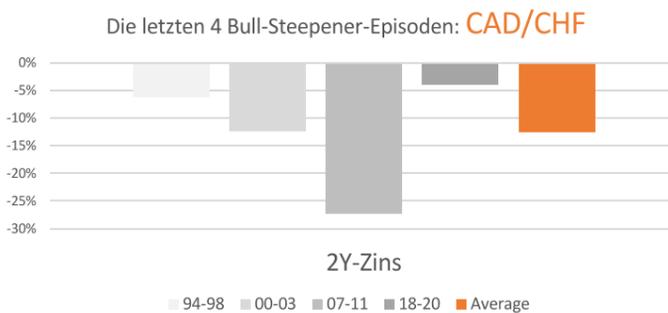
Investieren in Zeiten des Bull Steepeners: Canada 10Y



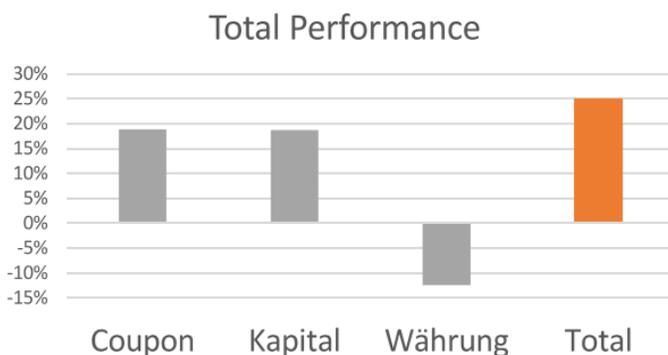
Die Zinsen (hier die nominale Differenz von Anfang bis Schluss der Episode) fallen zuverlässig auf der ganzen Kurve



In % des Ausgangs-Niveaus der Zinsen kommen so wirklich grandiose Zinssenkungen heraus



Bull-Steepener sind keine guten Zeiten für den CAD ggü dem CHF, es muss mit substantziellen Währungsverlusten gerechnet werden, die Homogenität ist gut, das Risiko damit beträchtlich

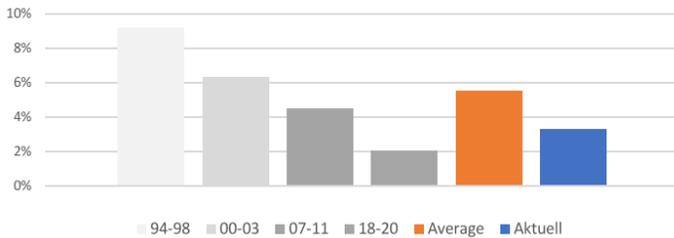


Historisch war die Totalperformance im Durchschnitt aber erklecklich

Milchbüchlein-Rechnung bei den Kapitalerträgen:
Zinsreduktion x 8 Jahre Duration als Annäherung für einen 10y-Bond

Investieren in Zeiten des Bull Steepeners: Canada 10Y

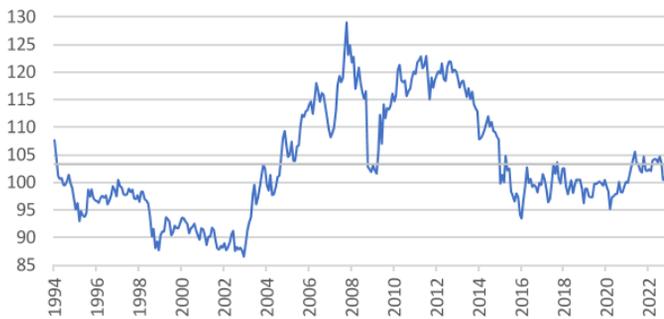
Die letzten 4 Bull-Steepener-Episoden: **Zinsen CAD**
Ausgangs-Niveau



Ausgangsniveau der Zinsen heute:

Die Zinsen heute sind tiefer als in den ersten drei Bull-Steepener-Episoden aber immerhin im Bereich der Niveaus der Grossen Finanzkrise: Eigentlich eher attraktiv

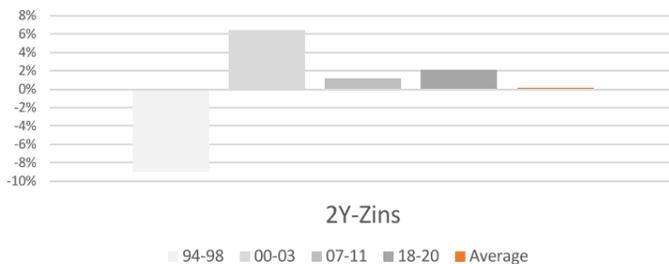
CAD Real Effective Exchange Rate



REER:

Der CAD sieht korrekt bewertet aus, mit einem leichten Hauch der Unterbewertung.

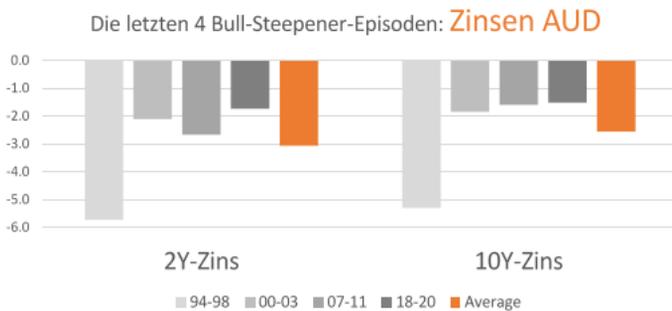
Die letzten 4 Bull-Steepener-Episoden: **CAD REER**



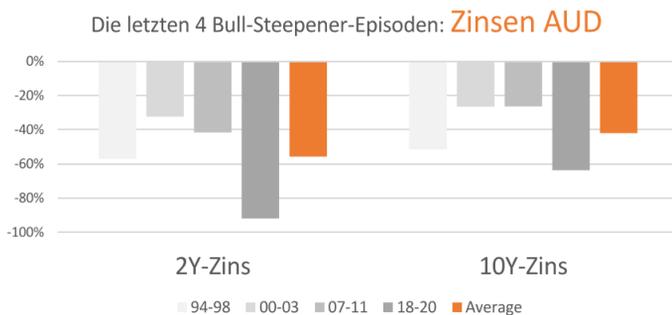
Erstaunlicherweise besteht kein konsistentes Muster der REER-Performance des CAD, egal ob der Start in einer Phase der «Über-» oder «Unterbewertung» stattfand

Australian 10Y

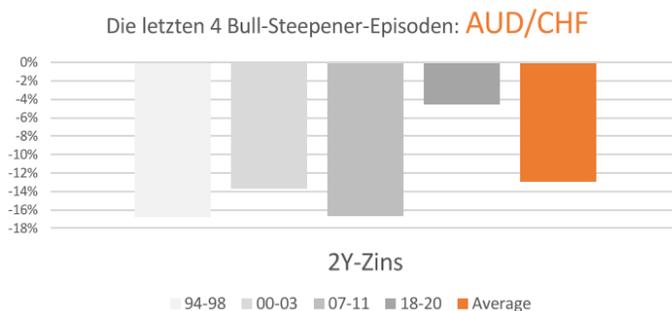
Investieren in Zeiten des Bull Steepeners: Australia 10Y



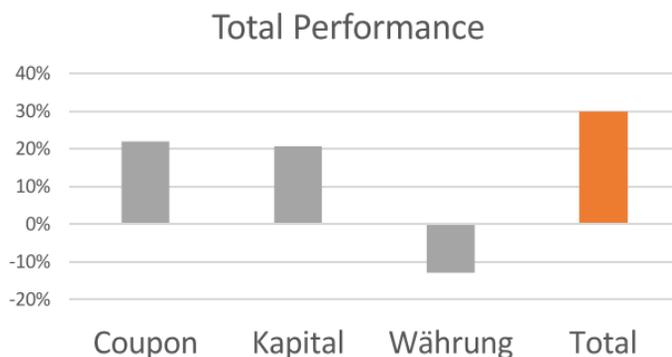
Die Zinsen (hier die nominale Differenz von Anfang bis Schluss der Episode) fallen zuverlässig auf der ganzen Kurve



In % des Ausgangs-Niveaus der Zinsen kommen so wirklich grandiose Zinssenkungen heraus



Bull-Steepener sind keine guten Zeiten für den AUD ggü dem CHF, es muss mit substantiellen Währungsverlusten gerechnet werden, die Homogenität ist gut, das Risiko damit beträchtlich

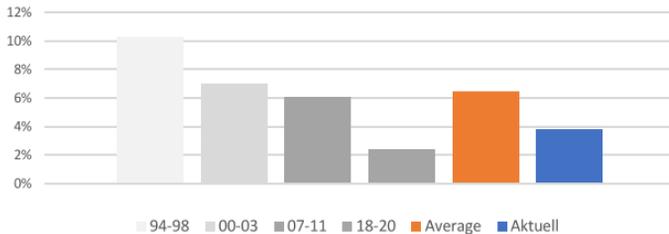


Historisch war die Totalperformance im Durchschnitt aber erklecklich

Milchbüchlein-Rechnung bei den Kapitalerträgen: Zinsreduktion x 8 Jahre Duration als Annäherung für einen 10y-Bond

Investieren in Zeiten des Bull Steepeners: Australia 10Y

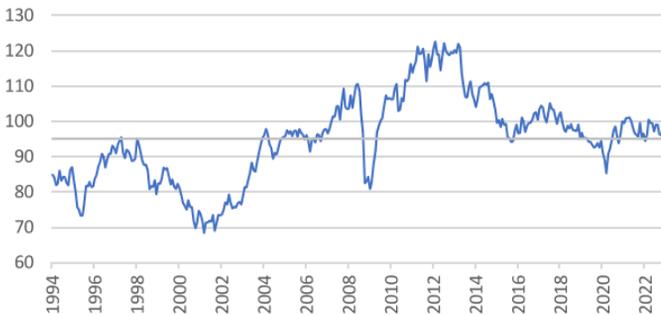
Die letzten 4 Bull-Steepener-Episoden: **Zinsen AUD**
Ausgangs-Niveau



Ausgangsniveau der Zinsen heute:

Die Zinsen heute sind tiefer als in den ersten drei Bull-Steepener-Episoden. Der AUD hat den Status des High Yields noch nicht wieder gewonnen, eher unattraktiv

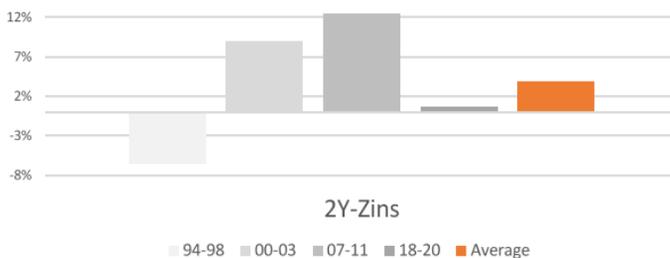
AUD Real Effective Exchange Rate



REER:

Der AUD sieht korrekt bewertet aus.

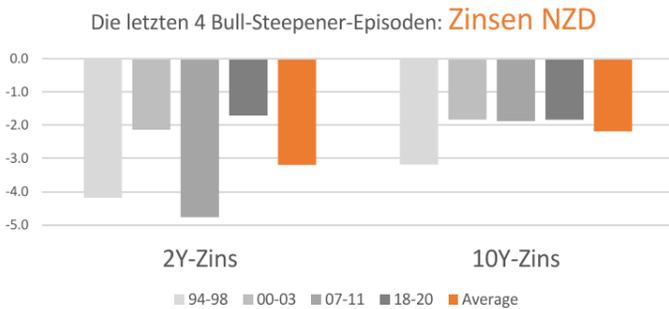
Die letzten 4 Bull-Steepener-Episoden: **AUD REER**



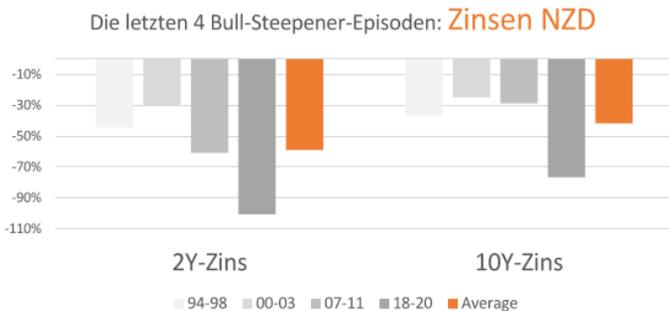
Es besteht kein konsistentes Muster der REER-Performance des AUD in den Perioden des Bull-Steepening

Neuseeland 10Y

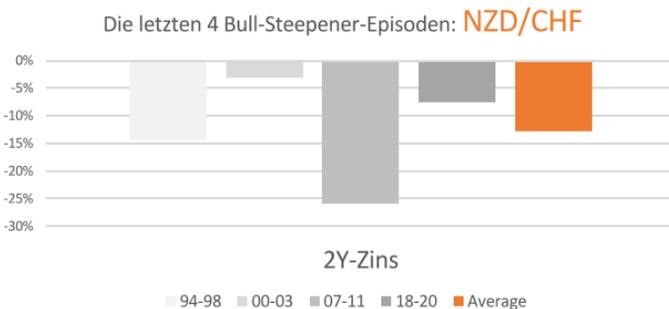
Investieren in Zeiten des Bull Steepeners: New Zealand 10Y



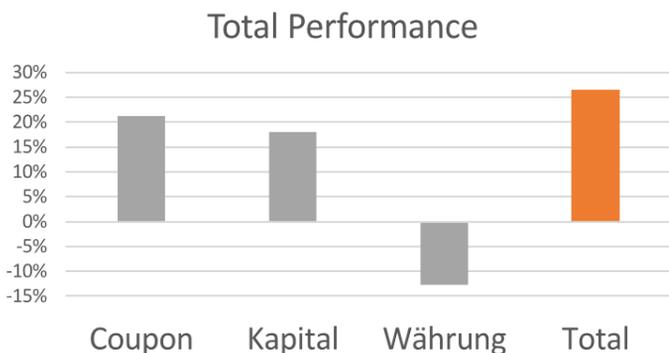
Die Zinsen (hier die nominale Differenz von Anfang bis Schluss der Episode) fallen zuverlässig auf der ganzen Kurve



In % des Ausgangs-Niveaus der Zinsen kommen so wirklich grandiose Zinssenkungen heraus



Bull-Steepener sind keine guten Zeiten für den NZD ggü dem CHF, es muss mit Währungsverlusten gerechnet werden, die Homogenität ist gut, das Risiko damit beträchtlich

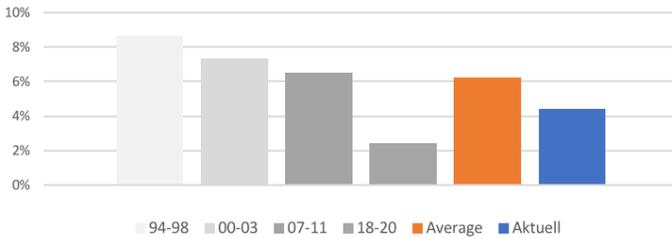


Historisch war die Totalperformance im Durchschnitt aber erklecklich

Milchbüchlein-Rechnung bei den Kapitalerträgen:
Zinsreduktion x 8 Jahre Duration als Annäherung für einen 10y-Bond

Investieren in Zeiten des Bull Steepeners: New Zealand 10Y

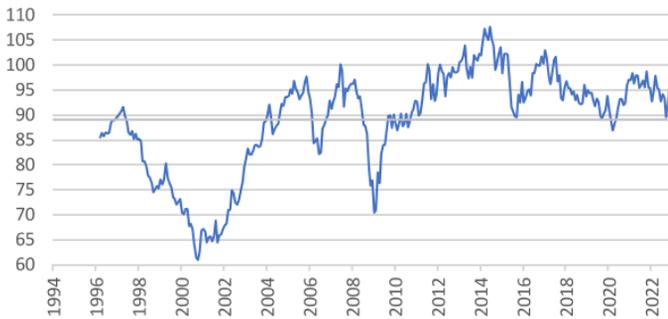
Die letzten 4 Bull-Steepener-Episoden: **Zinsen NZD**
Ausgangs-Niveau



Ausgangsniveau der Zinsen heute:

Die Zinsen sind ok, wenn auch nicht übermäßig attraktiv, mit über 4% ist der NZD wieder ein high yielder.

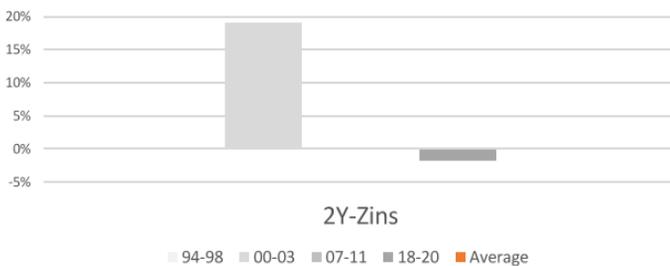
NZD Real Effective Exchange Rate



REER:

Der NZD sieht korrekt bewertet aus

Die letzten 4 Bull-Steepener-Episoden: **NZD REER**

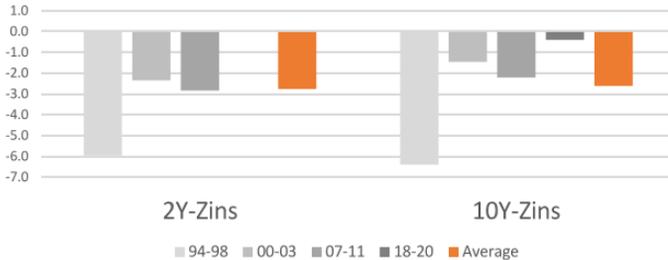


Es besteht kein konsistentes Muster der REER-Performance des NZD in den Perioden des Bull-Steepening

Schweden 104

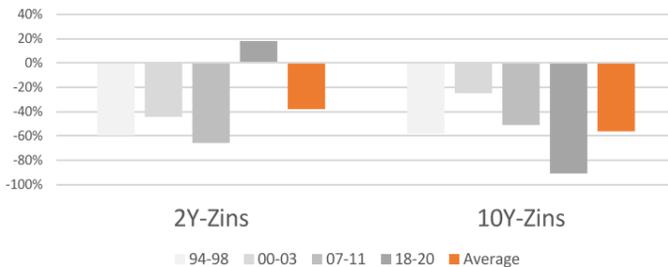
Investieren in Zeiten des Bull Steepeners: Schweden 10Y

Die letzten 4 Bull-Steepener-Episoden: Zinsen SEK



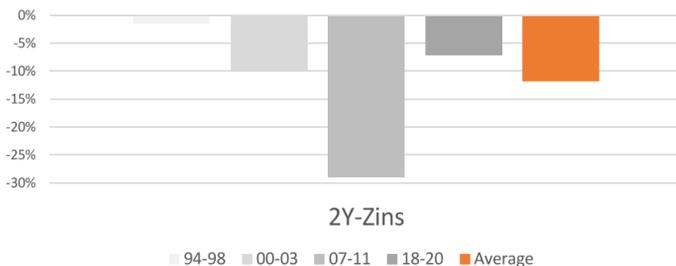
Die Zinsen (hier die nominale Differenz von Anfang bis Schluss der Episode) fallen zuverlässig auf der ganzen Kurve

Die letzten 4 Bull-Steepener-Episoden: Zinsen SEK



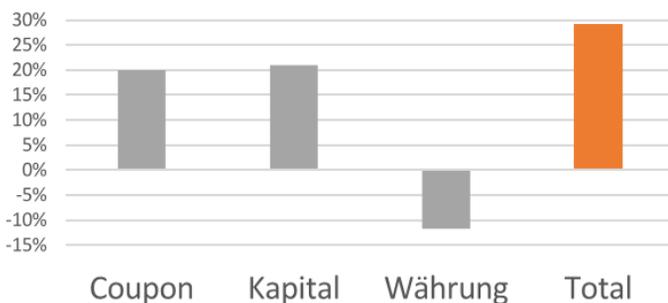
In % des Ausgangs-Niveaus der Zinsen kommen so wirklich grandiose Zinssenkungen heraus

Die letzten 4 Bull-Steepener-Episoden: SEK/CHF



Bull-Steepener sind keine guten Zeiten für den SEK ggü dem CHF, es muss mit Währungsverlusten gerechnet werden, die Homogenität ist nicht gut, das Risiko damit beträchtlich

Total Performance

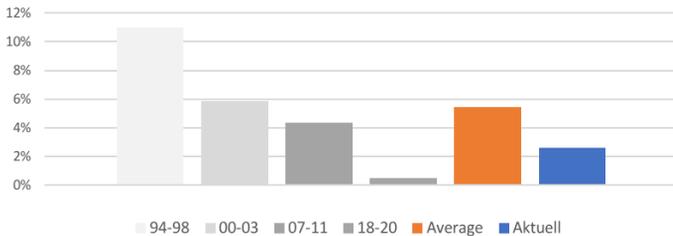


Historisch war die Totalperformance im Durchschnitt aber erklecklich

Milchbüchlein-Rechnung bei den Kapitalerträgen:
Zinsreduktion x 8 Jahre Duration als Annäherung für einen 10y-Bond

Investieren in Zeiten des Bull Steepeners: Schweden 10Y

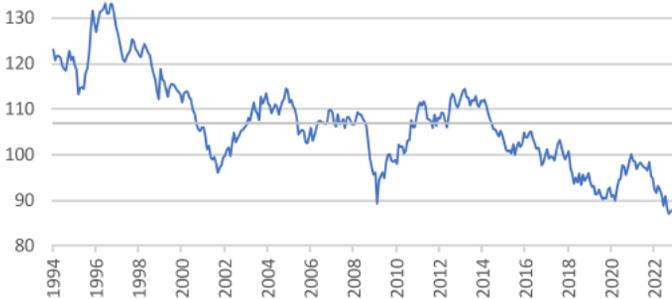
Die letzten 4 Bull-Steepener-Episoden: **Zinsen SEK**
Ausgangs-Niveau



Ausgangsniveau der Zinsen heute:

Die Zinsen heute sind tiefer als in den ersten drei Bull-Steepener-Episoden. Eher unattraktiv

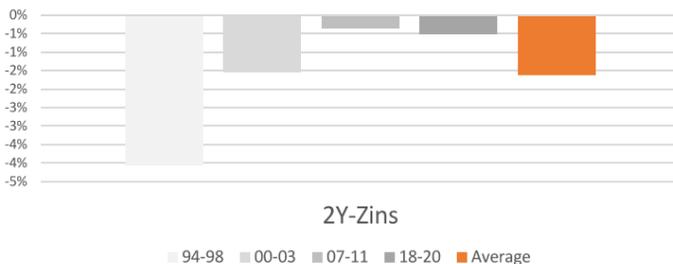
SEK Real Effective Exchange Rate



REER:

Der SEK sieht so unterbewertet aus wie noch nie.

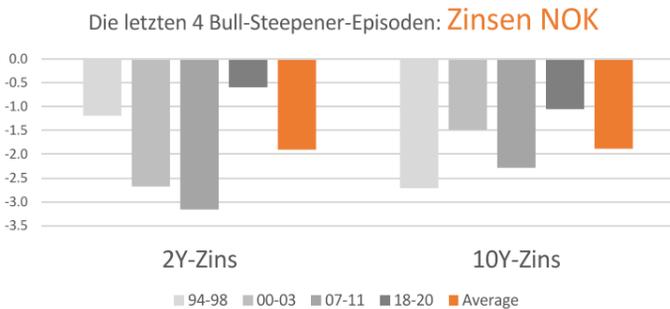
Die letzten 4 Bull-Steepener-Episoden: **SEK REER**



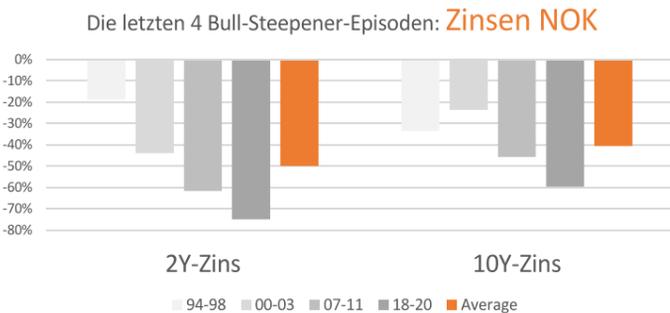
Es besteht ein konsistentes Muster der REER-Performance des SEK: er scheint in allen Perioden des Bull-Steepening zu unterperformen, also real abzuwerten. Interessant.

Norwegen 10Y

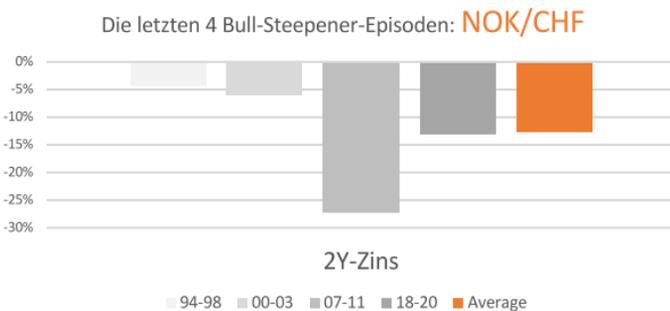
Investieren in Zeiten des Bull Steepeners: Norwegen 10Y



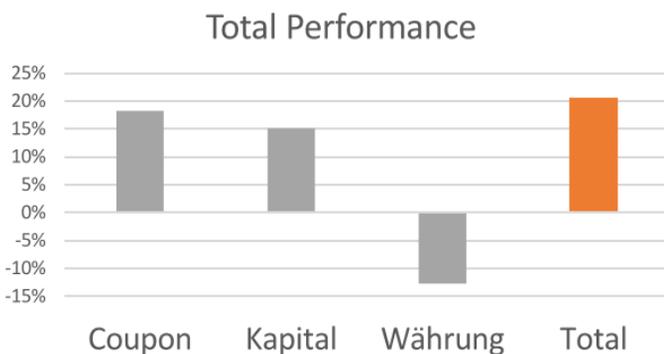
Die Zinsen (hier die nominale Differenz von Anfang bis Schluss der Episode) fallen zuverlässig auf der ganzen Kurve



In % des Ausgangs-Niveaus der Zinsen kommen so wirklich grandiose Zinssenkungen heraus



Bull-Steepener sind keine guten Zeiten für den NOK ggü dem CHF, es muss mit Währungsverlusten gerechnet werden, die Homogenität ist gut, das Risiko damit beträchtlich

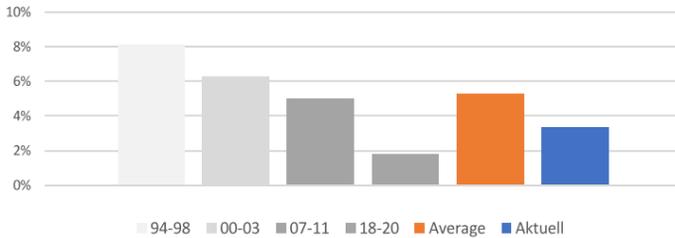


Historisch war die Totalperformance im Durchschnitt aber erklecklich

Milchbüchlein-Rechnung bei den Kapitalerträgen: Zinsreduktion x 8 Jahre Duration als Annäherung für einen 10y-Bond

Investieren in Zeiten des Bull Steepeners: Norwegen 10Y

Die letzten 4 Bull-Steepener-Episoden: **Zinsen NOK**
Ausgangsniveau



Ausgangsniveau der Zinsen heute:

Die Zinsen heute sind tiefer als in den ersten zwei Bull-Steepener-Episoden. Sie sind nicht so unattraktiv wie im Partner Schweden, aber nicht besonders üppig.

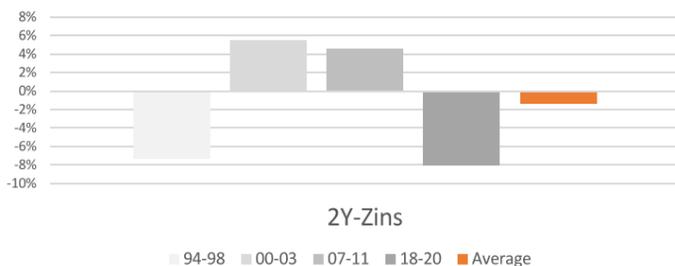
NOK Real Effective Exchange Rate



REER:

Der NOK sieht kolossal unterbewertet aus.

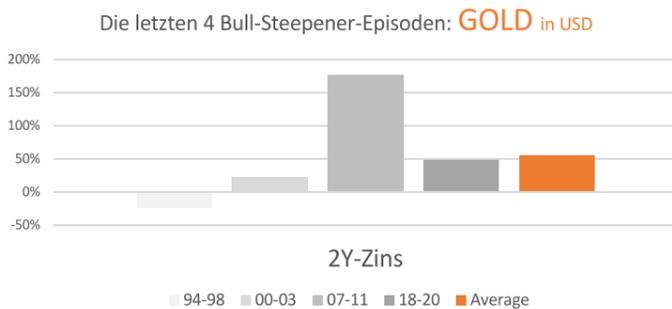
Die letzten 4 Bull-Steepener-Episoden: **NOK REER**



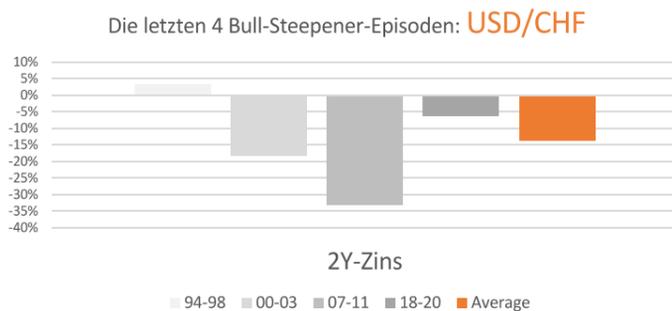
Es besteht kein konsistentes Muster der REER-Performance des NOK, egal ob der Start in einer Phase der «Über-» oder «Unterbewertung» stattfand

Gold

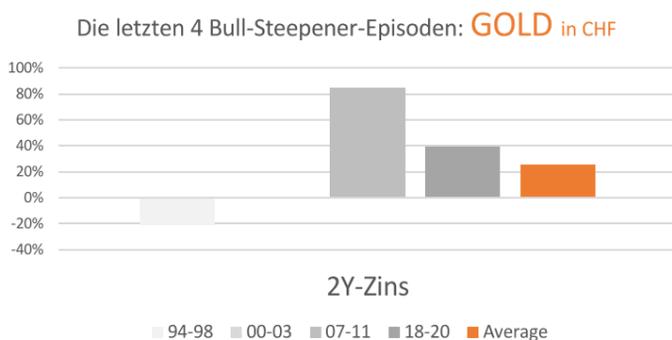
Investieren in Zeiten des Bull Steepeners: Gold



Gold in USD performt fast immer gut, teilweise geradezu spektakulär, wenn die Zinsen fallen.



Das Währungsrisiko bleibt aber beträchtlich, in Zeiten fallender USD-Zinsen

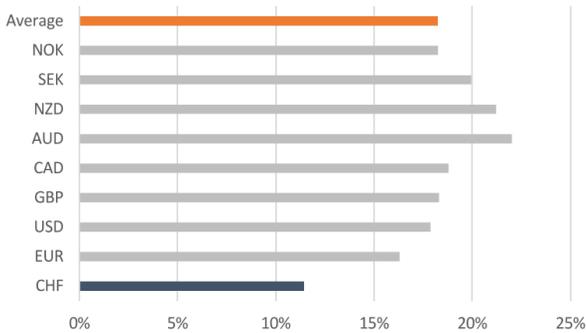


So halbiert sich die Performance, wenn man die Preise in CHF anschaut, und sie nähern sich Niveaus an, die erstaunlich nahe sind bei Obligationen Ausland!

Fazit:

Investieren in Zeiten des Bull Steepeners: Obligationen Fremdwährungen und CHF

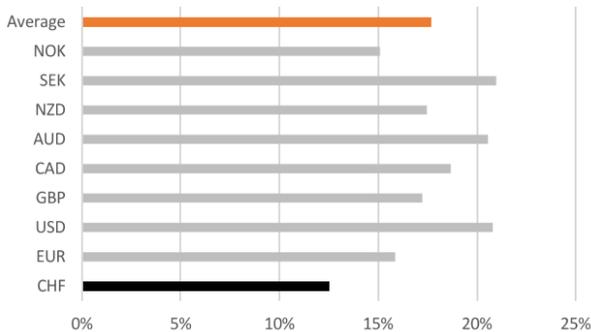
4 Episoden: Coupon-Performance



Was fällt auf?

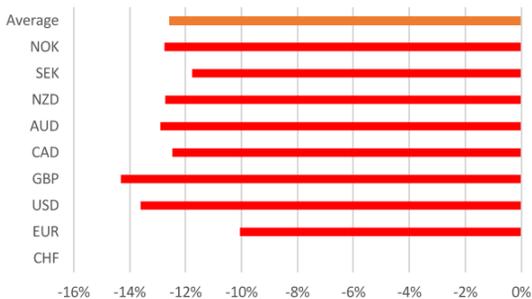
- Die **Coupon-Anteile** an der Gesamt-Performance waren historisch sehr hoch! Dies wird dieses mal garantiert zu deutlich tieferen Totalperformances führen, sind doch die nominalen Levels heute deutlich tiefer. Der CHF wie erwartet am Ende der Liste

4 Episoden: Kapital-Performance



- Die **Kapitalperformance** hängt mit der Wahl der Duration zusammen, aber es gibt sich ein erwartet konsistent homogenes Bild, indem **Coupon und Kapitalperformance etwa gleich ausfielen, sehr interessant!** Auch hier der CHF wie erwartet am Ende der Liste

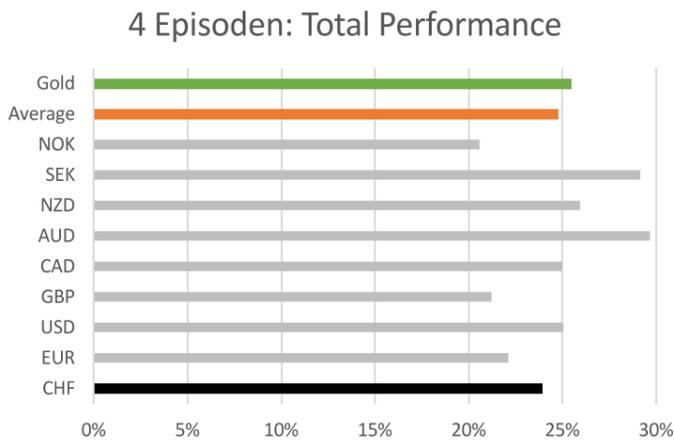
4 Episoden: Währungs-Performance



- Der **Währungsanteil** an der Gesamtperformance sieht ebenso konsistent homogen aus, indem alle Währungen ausser dem EUR in **etwa gleich viel verloren** haben gegen den CHF. **Sehr erstaunlich**
- Obli FW sehen sehr attraktiv aus in Zeiten von Bull Steepeners, auch Währungsadjustiert!**

Und sonst?

Investieren in Zeiten des Bull Steepeners: Obligationen Fremdwährungen und CHF



Die Durchschnitts-
Totalperformances über die
letzten 4 Bull-Steepener-
Episoden hat uns fast
umgehauen:

Dieser Chart bringt uns zu folgenden *erstaunlichen Aussagen*

- 1. „Muss man **in Bull-Steepener-Märkten** nicht einfach nur dabei sein, wobei es keine Rolle spielt in welcher Währung?“
- 2. „Wenn es egal ist in welcher Währung, warum nicht gleich im liquidesten Markt, dem U.S. Treasury?“
- 3. „Wenn es egal ist, in welcher Währung, warum nicht einfach gleich alles in CHF, dann hat man garantiert weniger Schwankungen?“
- 4. „Offensichtlich spielen Schulden, Zinsen, Risikoaversität etc keine Rolle: Warum nicht gleich den Benchmark tracken und in die Ferien gehen?“
- 5. „Warum überhaupt Obligationen? Warum nicht gleich alles in Gold? Dann hat man noch einen Hedge gegen einen Absturz des Systems?“
- 6. „Warum überhaupt Ressourcen in die Analyse investieren?“

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

und:

Besuchen Sie uns auf www.pkassets.ch