

PK Assets

U.S. Treasury 10YR 10/2022:

Kaufen oder warten?

www.pkassets.ch/marktanalysen

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

-17.85%

(31.12.2021 – 31.10.22)

Es hat einiges gebraucht für diesen Zins-Crash

Gleichzeitig oder auf einander folgend:

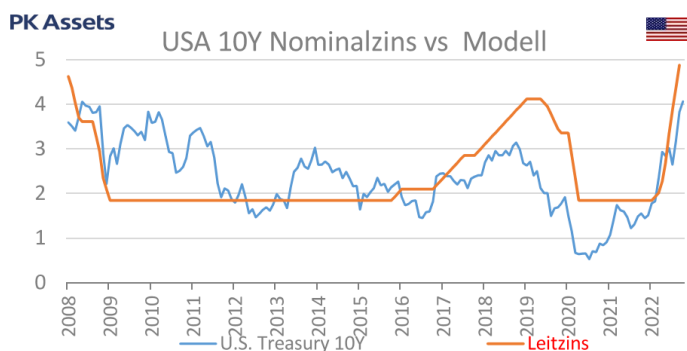
- Über 30 Jahre ultralockere Geldpolitik
- Nullzinsen und massive Fehlallokation von Ressourcen
- Eine globale Pandemie
- Ein massiver Angebotsschock durch „the great resignation“
- Ein massiver Nachfrageschock per Stimulus der Fiskalpolitik
- Ein Politikversagen in China
- Kaputte Lieferketten
- Ein grosser Krieg
- Massive Sanktionen
- ESG
- Ein massives Unterangebot an strategischen Metallen
- Ein brutaler Schweinezyklus in Chips
- Ein kalter Krieg China/USA

US Treasury 10_{YR}

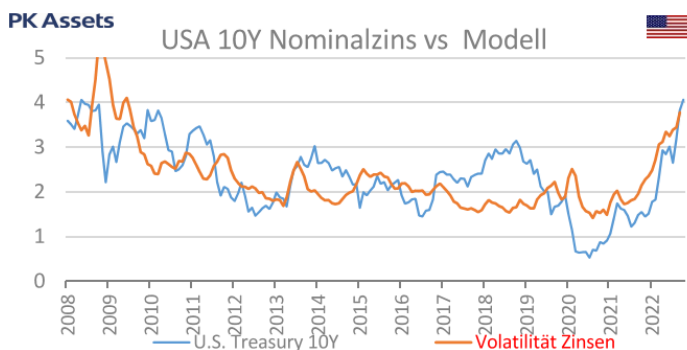
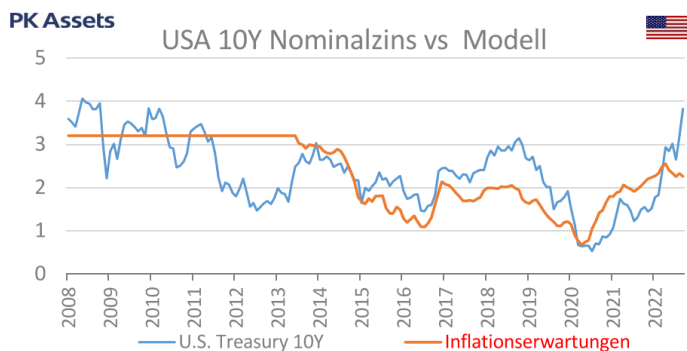
Bewertung:

Unser Standardmodell

Aus der Verankerung gerissen



- Mit den **Leitzinserhöhungen** wurde auch der Treasury laufen gelassen
- Die Fed Funds Futures sprechen für hohe Treasury Yields
- Die **Inflationserwartungen** steigen aber nicht mehr
- Die **Zinsvolatilität** spricht für eine hohe Zeitprämie



Haben wir den Zielwert in diesem Zinserhöhungszyklus erreicht?

US Treasury 10_{YR}

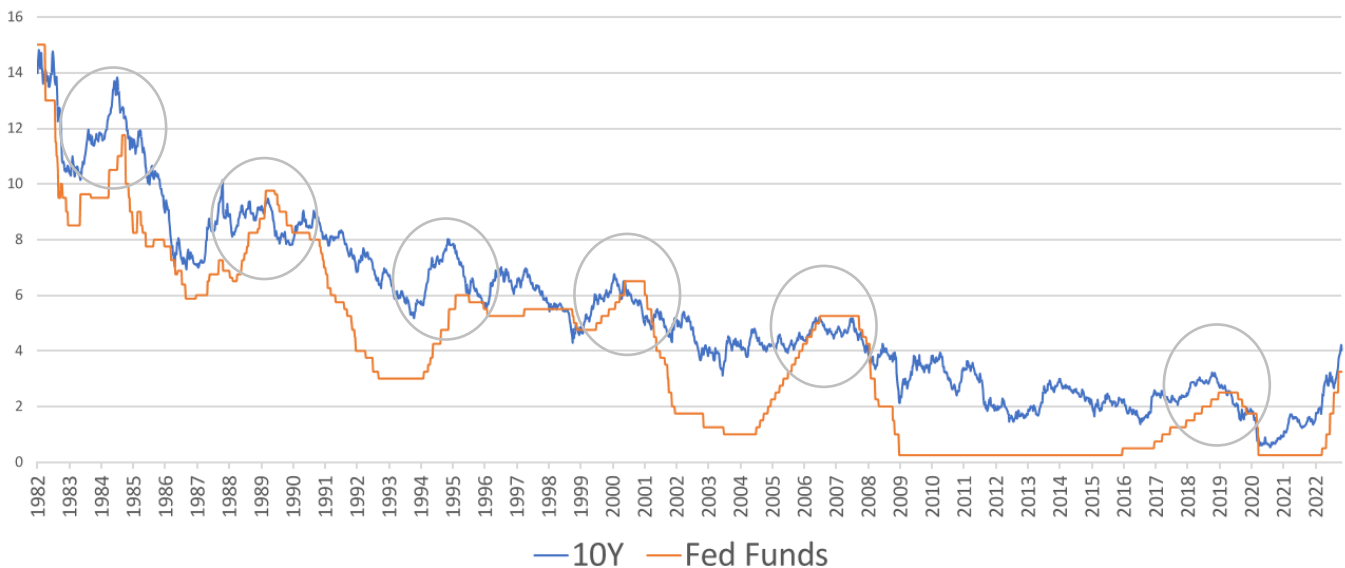
Bewertung:

Position im Zinszyklus

Hat der UST10 bereits das anvisierte Fed-Top des Zyklus erreicht?

- Das aktuell in den Fed-Futures eingepreiste Fed-Top ist bei **4.95%**
- Das Top des UST10Y war bei **4.34%**
- Sollte das aktuelle Fed-Ziel realistisch sein, dann ist ein Kauf des 10Y noch nicht angesagt
- Seit Greenspan hat der UST10Y jedesmal das effektive Leitzins-Top erreicht

Leit- und Marktzins USA



Indiz:

Kaufen
Fraglich
Zuwarten

US Treasury 10_{YR}

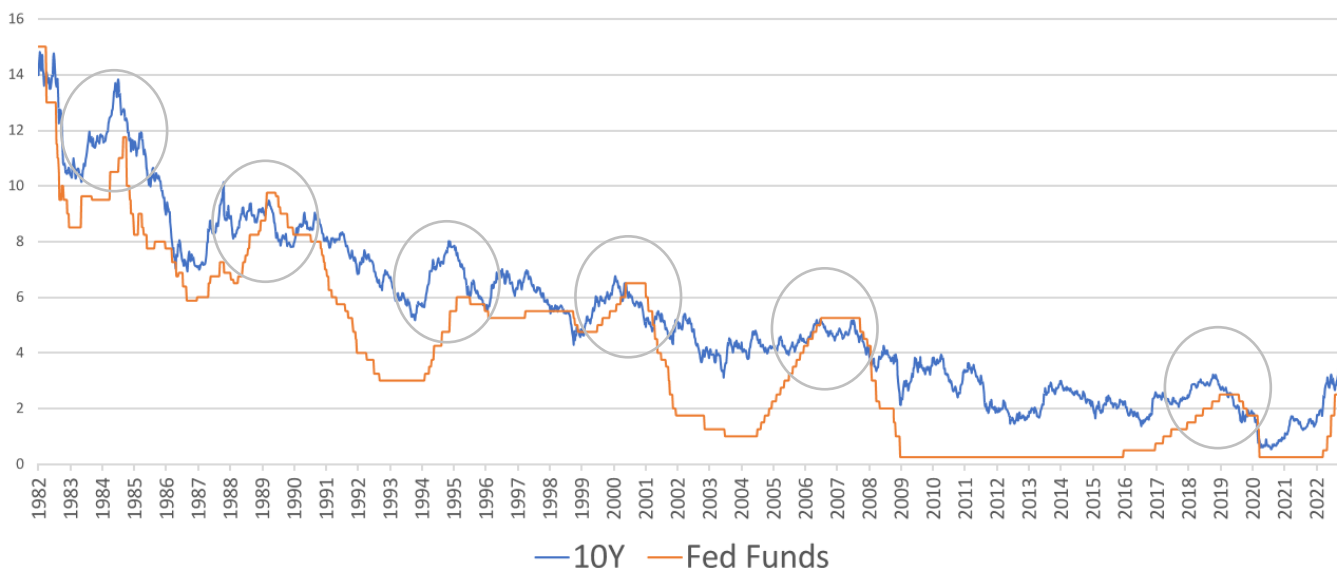
Bewertung:

Position im Zinszyklus

Ist der Anstieg der 10Y-Zinsen historisch gross oder gering?

- Der durchschnittliche Anstieg der 10Y-Zinsen während der 6 Zinserhöhungszyklen der letzten 40 Jahre war **2.6%**
- Der Anstieg des 10Y im aktuellen Zinszyklus ist **3.5%**, so hoch wie nur einmal in den letzten 40 Jahren (1984/5)
- Die Leitzinsen steigen typischerweise während Zinserhöhungszyklen deutlicher als der 10Y („Bear Flattening“)
- Im aktuellen Zyklus ist das Ausmass des 10Y-Crashes **aussergewöhnlich heftig**

Leit- und Marktzins USA



Indiz:

Kaufen

Fraglich

Zuwarten

US Treasury 10_{YR}

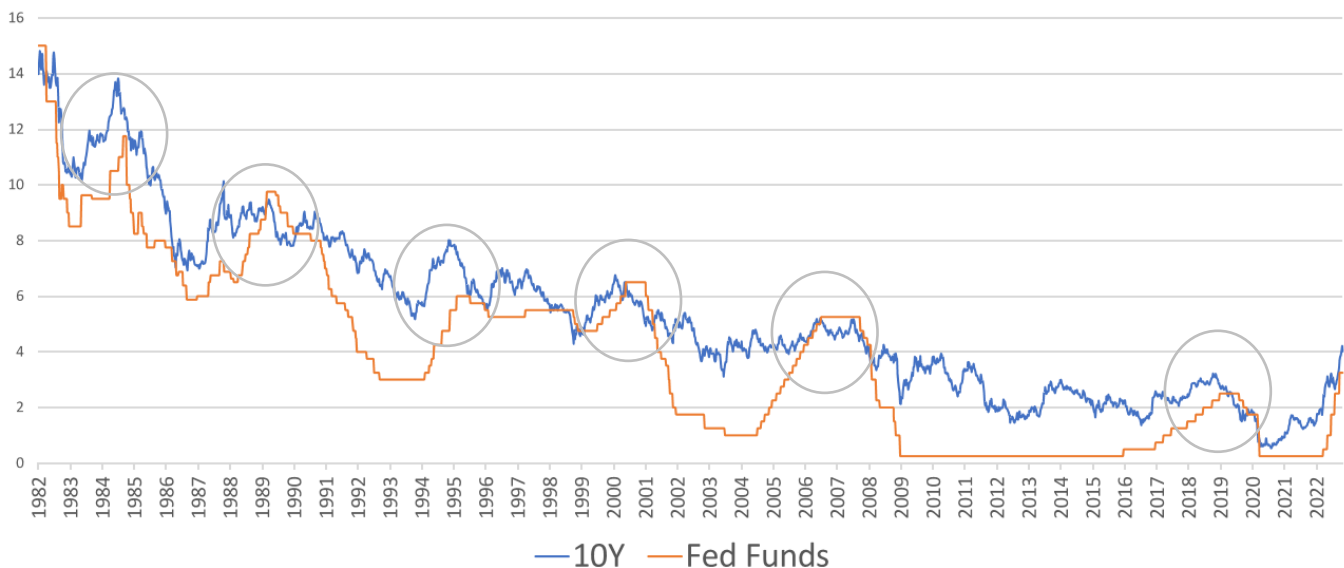
Bewertung:

Position im Zinszyklus

Ist es Zeit, dass der 10Y bereits wieder drehen sollte?

- Die Marktzinsen steigen bereits vor den Leitzinsen und sinken bereits vor dem letzten Zinserhöhungsschritt der Notenbank
- Das aktuell in den Fed-Futures eingepreiste Fed-Top ist am **5/2023**, danach ist bereits wieder mit einer Reduktion der Leitzinsen zu rechnen
- In den 6 Zinserhöhungszyklen der letzten 40 Jahre erreichte der 10Y sein Top mit einem **Vorlauf** auf die Leitzinsen von **0-5 Monaten**
- Wir sind aktuell **6 Monate** vor dem im Markt anvisierten Leitzinsen-Top

Leit- und Marktzins USA



Indiz:

Kaufen
Fraglich
Zuwarten

US Treasury 10_{YR}

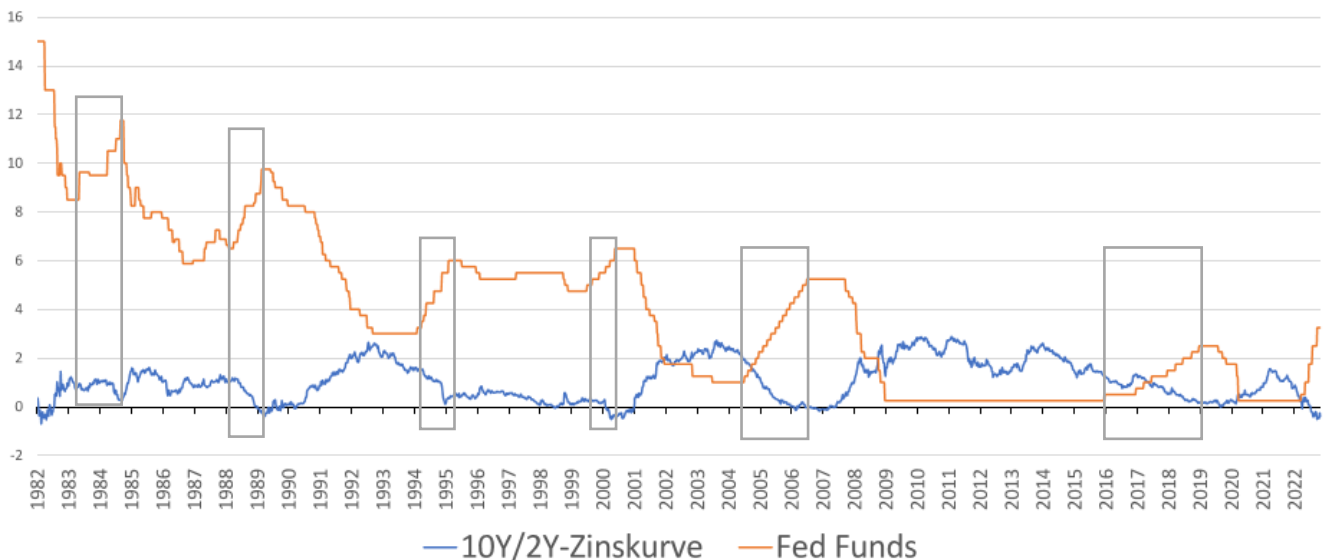
Bewertung:

Position im Zinszyklus

Was sagt die Zinskurve?

- Die Zinskurve wurde bei jedem der letzten 6 Zinserhöhungszyklen **flacher**
- Die Zinskurve war jeweils am flachsten, als die letzte Zinserhöhung vollzogen wurde
- Die Zinskurve fand das bottoming-out beim **Nullpunkt**
- Im **aktuellen** Zinserhöhungszyklus ist die Zinskurve bereits ungewöhnlich flach, sogar **invertiert**, dies spricht für einen **fast vollendeten** Zinszyklus

Leitzinsen und Zinskurve USA



Indiz:

Kaufen

Fraglich

Zuwarten

US Treasury 10_{YR}

Bewertung:

Position im Zinszyklus

Verlustpotential?

- Die Aktuellen Fed-Top-Erwartungen sind bei **4.95%** im **Mai 2023**. Das 10Y-High bisher war 4.33
- Aktuell (31.10.22) ist der 10Y bei **4.04%**
- Die Differenz bis zum Top der Fed-Erwartungen wäre also 0.91%
- Im aktuellen US 10Y-Bond wäre dies ein Verlustpotential von

-6.2%

- Von diesem Verlust wäre noch der Marchzins abzuziehen

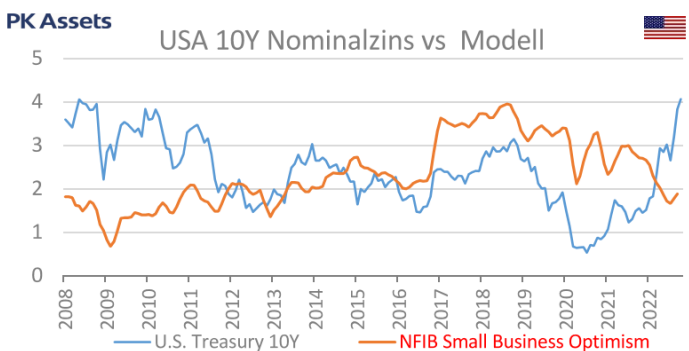
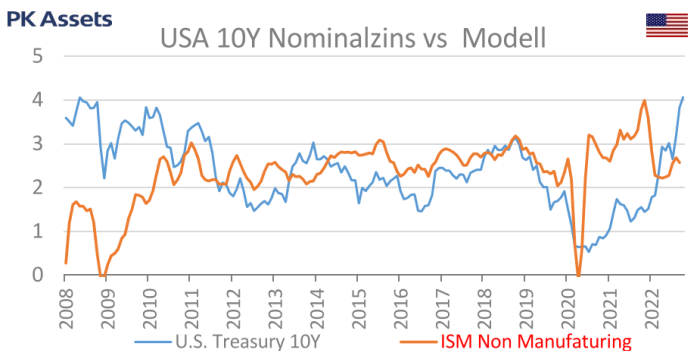
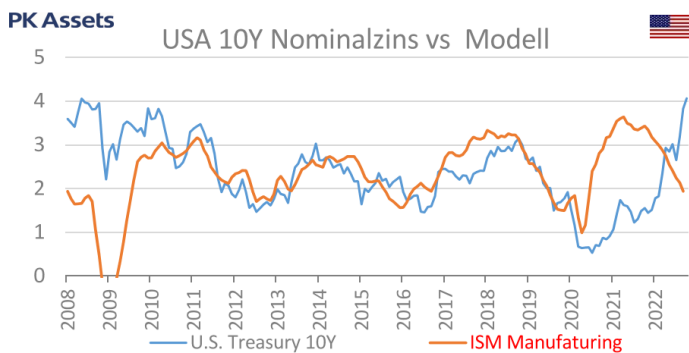
US Treasury 10_{YR}

Bewertung:

PMI

Was sagen die PMIs?

- Die PMIs für die Grossfirmen (ISM Manufacturing, ISM Non Manufacturing) wie für die KMU (FNIB) sind allesamt **abwärtsgerichtet**



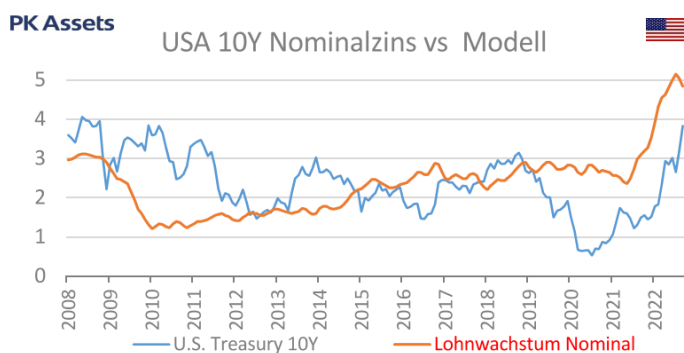
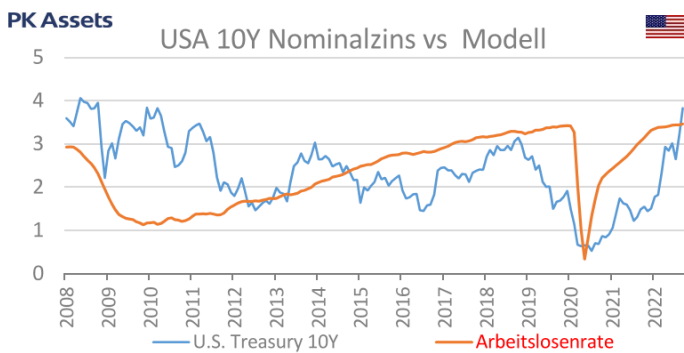
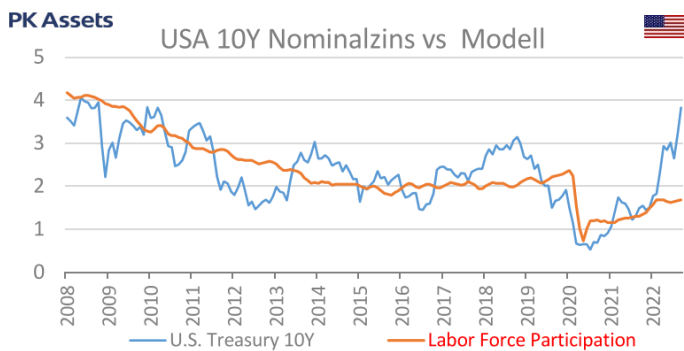
US Treasury 10_{YR}

Bewertung:

Arbeitsmarkt

Was sagt der Arbeitsmarkt?

- Der Arbeitsmarkt spricht für **hohe Zinsen**, gleichzeitig ist aber auch
- **Wenig Dynamik nach oben** von dieser Seite zu beobachten



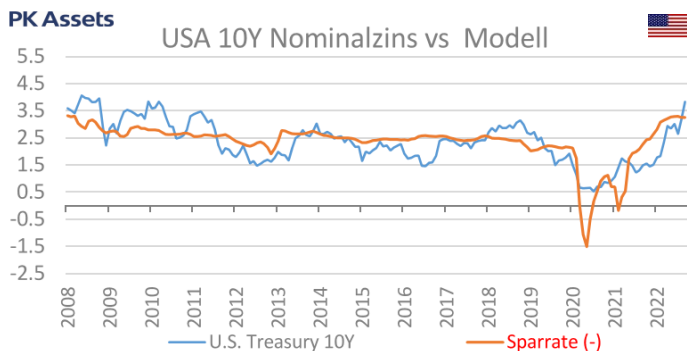
US Treasury 10_{YR}

Bewertung:

Konsument

Was sagt der Konsument?

- Der Konsument in den USA ist entfesselt, die Sparrate ist bei aktuell 3.1% des Verfügbaren Einkommens, so tief wie noch nie seit 2005
- Dies kontrastiert mit einer Sparrate von über 8% im 2019 bzw. einer Sparrate von 5%, die repräsentativ wäre für die Zeitspanne der letzten 20 Jahre bis 2019
- Die Sparrate ist so tief, dass eine noch weitergehendere Reduktion kaum möglich erscheint, weshalb sie zwar für **anhaltend hohe Zinsen** spricht, aber **wenig zusätzlichen Druck** nach oben generieren dürfte



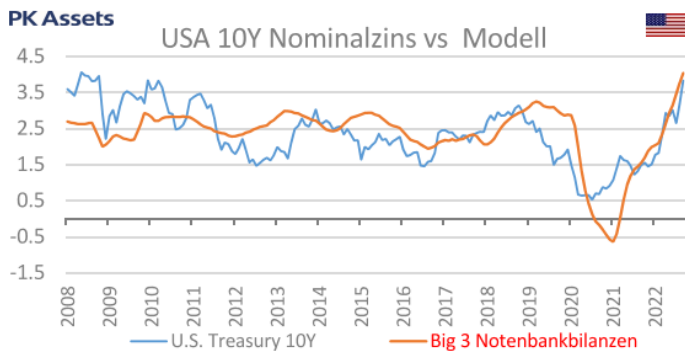
US Treasury 10_{YR}

Bewertung:

Quantitative Tightening

Was sagen die Notenbankbilanzen?

- Eine (grosse?) **Wild Card** in der Bewertung der Marktzinsen ist das **Quantitative Tightening**
- Das Fed ist nicht mehr der mit Abstand grösste Käufer des Treasury und auch Europa und Japan können nicht mehr beliebig viel Material vom Markt nehmen
- Per Saldo dürfte das QT wohl für **Aufwärtsdruck in den Marktzinsen** sorgen, wie viel ist umstritten



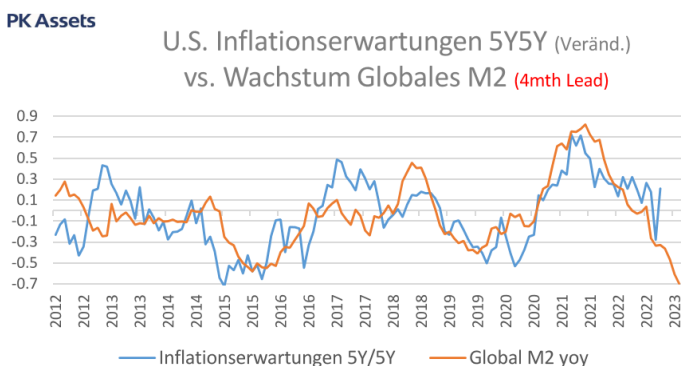
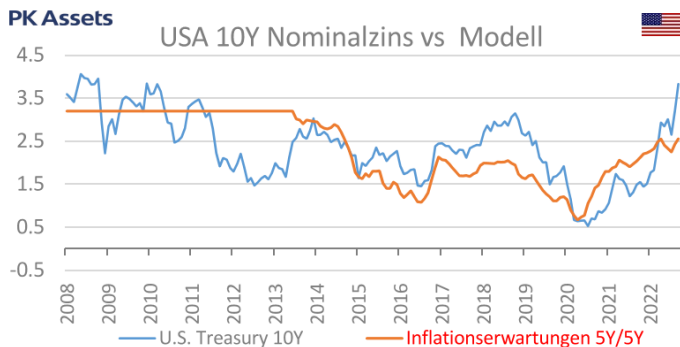
US Treasury 10_{YR}

Bewertung:

Inflationserwartungen

Was sagen die Inflationserwartungen?

- Interessanterweise **steigen** die Inflationserwartungen seit geraumer Zeit **nicht mehr**
- Dies passt zu Erwartungen im Markt für wieder **fallende Leitzinsen** im Laufe des Jahres **2023**
- Ein Grund könnte die fallende Dynamik bzw. jetzt negativem Wachstum in den **Geldmengenentwicklungen** sein



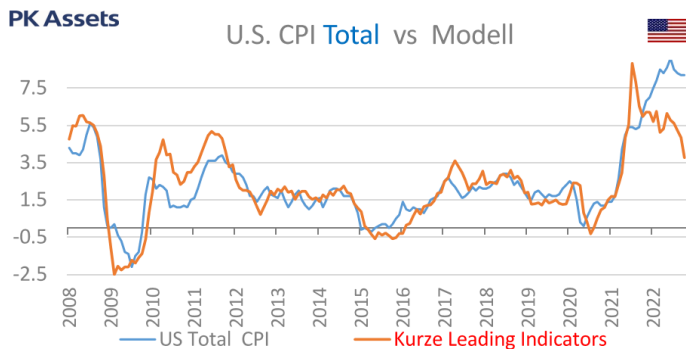
US Treasury 10_{YR}

Bewertung:

CPI-Vorläufer

Was sagen die Vorläufer zum U.S. CPI? a) Kurze Vorläufer

- Wir finden keinen kurzen Vorläufer mit deutlichem Steigerungstrend



Unsere **kurzen** Vorläufer sind allesamt **soft**:

- Die globalen **Lebensmittel-Preise** sind zurückgekommen
- Die Steigerungen in den **Benzinpreisen** sind zuletzt ausgefallen
- Die **Commodities** sind stehen geblieben
- Die **Preis-Komponenten** in den **PMIs** fallen!

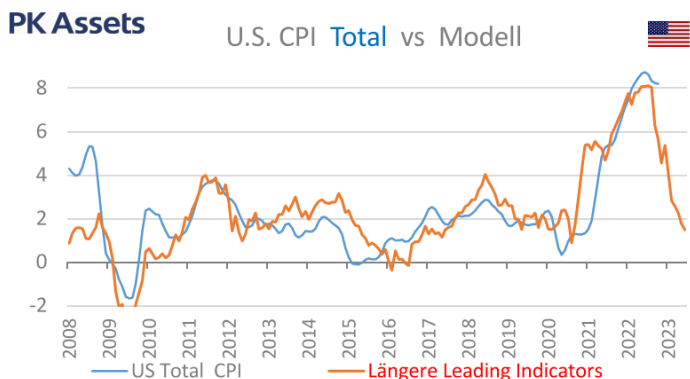
US Treasury 10_{YR}

Bewertung:

CPI-Vorläufer

Was sagen die Vorläufer zum U.S. CPI? b) Lange Vorläufer

- Wir finden keinen längeren Vorläufer mit deutlichem Steigerungstrend



Unsere **längeren** Vorläufer sind allesamt **soft**:

- Die **Lieferketten** entspannen sich
- Die **Financial Conditions** sind deutlich schwieriger geworden
- Die **Häuserpreise** steigen nicht mehr
- Die **Realzinsen** steigen
- Der **Yuan** fällt

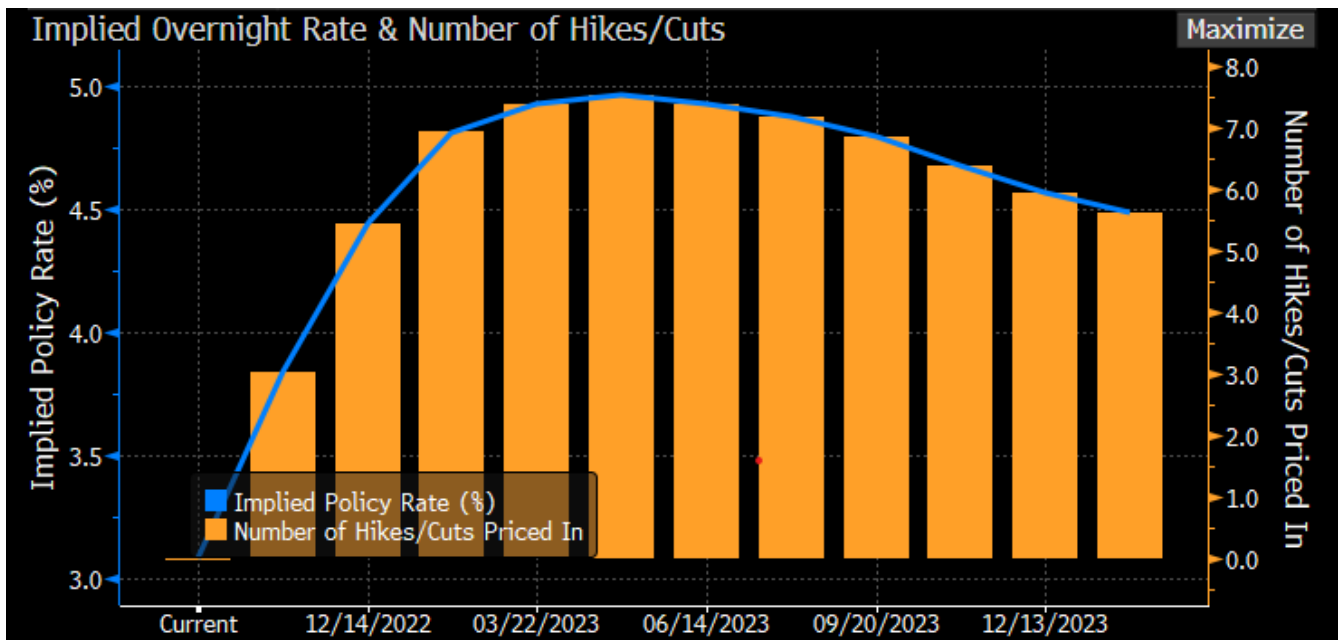
US Treasury 10_{YR}

Bewertung:

Powell

..und die grösste Variable: Powell?

- Wird er über die 5% des Marktkonsenses gehen (müssen)?
- ...Die Wahrscheinlichkeit hierfür ist nicht trivial
- Hierfür müsste das CPI höher bleiben als vom Markt erhofft..
- Und/oder die Zinserwartungen müssten aus der Verankerung gerissen werden
- Für beide Szenarien gibt es eine beträchtliche Wahrscheinlichkeit, auch wenn sie nicht dem mittleren Szenario des Marktes und von uns entspricht



US Treasury 10_{YR}

Wir fassen zusammen:

Verhalten positiv für den U.S. 10Y-Bond:

- Der Zinstrend ist immer noch gegen oben gerichtet
- Der Zinszyklus schaut noch nicht komplett ausgereift aus, so hat der UST noch nicht das FedFunds-Ziel von 5% erreicht, sondern bei 4.33 gedreht
- Allerdings ist der Zins-Crash auch historisch beträchtlich, und die Zinskurve ist bereits deutlich invertiert
- Sollte der UST noch die 5 erreichen, dann wäre ein weiteres erhebliches Verlustpotential vorhanden
- Die Konjunktur sieht allerdings abwärtsgerichtet aus
- Auch der Arbeitsmarkt spricht zwar für hohe Zinsen, aber zeigt darüber hinaus wenig Dynamik
- Der Konsument ist am Anschlag
- Das QT ist eine Wild Card, die eher zinstreibend wirkt
- Die Inflationserwartungen folgen unseren Vorläufern für das CPI, die allesamt sehr soft sind
- **Es braucht vielleicht nur eine Abwärtsüberraschung im CPI um den Markt zu drehen**

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

und:

Besuchen Sie uns auf www.pkassets.ch