

Zinsen 3/2023:

Die U.S. Zinskurve:

So flach wie nie seit
Reagan...warum?

Die faszinierende Genese der Zinskurve

Die U.S. Zinskurve beherrscht die Welt:



Was fällt auf?

- Die Bewegungen der US-Zinskurve werden in den anderen wichtigen Zinsmärkten nachvollzogen
- Nicht 1:1 aber ziemlich genau...
- ...weitgehend ohne grosse Lags...
- ...egal ob die anderen Länder im Zinszyklus zurück hängen oder nicht..
- ...egal ob die Inflation in diesen Ländern am steigen oder am fallen ist..
- ...egal wie die Unterschiede der Verschuldung dieser Länder/Regionen sind
- Was auch auffällt, ist, dass es kaum Zeiten von stabilen Zinskurven gibt, speziell in den USA, entweder versteilert sie sich, oder sie flacht ab

Die U.S. Zinskurve ist im Mittelpunkt der Diskussionen

- Sie gilt als das beste Prognoseinstrument für Rezessionen
- Ihre Steigung drückt unter anderem die Einschätzung des Marktes zur Geldpolitik der Notenbanken, speziell der amerikanischen aus
- Die Arbeit der Notenbank findet nicht im luftleeren Raum statt, sie orientiert sich an Finanzmarktstabilität, Inflation und Beschäftigung
- Manche sagen, dass sie durch Quantitatives Easing manipuliert worden ist, sowie durch die Angewohnheit der Notenbanken, ihre Pläne für die Zukunft dem Publikum mitzuteilen („guidance“)
- Mit dem Aufbau der Linker-Märkte ist eine neue Variable aufgetaucht, die quantifiziert werden kann: Die Inflationserwartungen
- Ihre Bewegungen entscheiden über die Performance der Investoren
- Sie vereinsamt das kollektive Wissen, Ängste und die Gier von Millionen von Finanzmarktakteuren
- Sie ist jetzt auf einem Niveau der Verflachung, welche die Tiefste ist seit den Jahren Präsident Reagans
- D.h. wir sind jetzt an einem äusserst interessanten Punkt der Finanzgeschichte und es macht Sinn, sich zu fragen:

Wovon hängt die Steilheit der Zinskurve, genauer gesagt der U.S. 10y/2y-Zinskurve ab?

Wir versuchen Ordnung zu schaffen in die Kakophonie der Presse:

„The yield curve looks like a harbinger of an (eventual) deep recession“

«the US 2s-10s curve is now at its most inverted level since the early years of the Reagan administration. That's obviously a reflection of the aggressive tightening conducted by the Fed over the last year, as well as the failure of labor market (and, to a lesser degree, inflation) data to suggest that it is really biting“

“the curve provides a highly visible lodestone indicating the state of policy settings and the likely trajectory of the economy“

“the curve is flatter than you'd expect for the simple reason that 10-year yields are lower than one would think given underlying fundamentals. To a significant extent, this is a function of large-scale central bank asset purchases, which have reduced the amount of paper to be absorbed by the private sector“

“This week has seen the 2s-10s yield curve hit its most inverted level since 1982, which naturally raises the question of policy error and an inevitable recession to follow.“

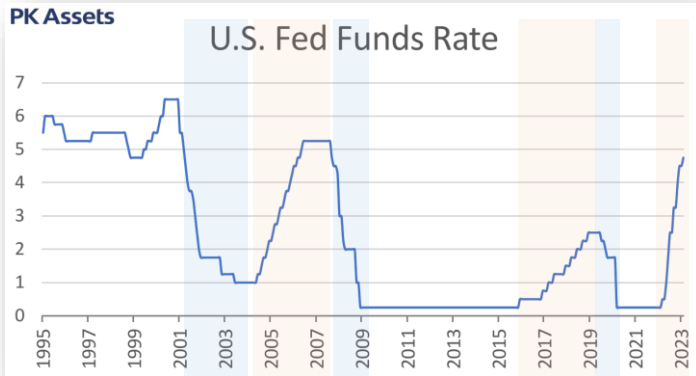
“The inversion of the yield curve certainly confirms that we're in a late-cycle environment, but when will we re-steepen?“

“market interest rate pricing isn't “pure” -- it's heavily influenced by the Fed's own forward guidance“

“The past pattern of behavior of 2s-10s inversions yields a fairly consistent relationship that makes a lot of sense when you think about it: the greater the magnitude of an inversion, the longer that it tends to persist“

“last time the curve was this inverted, the Fed funds rate was well into the teens. The difference between now and then is the explicit discussion, and indeed guidance, of where the long-run neutral rate is – a level that anchors market expectations for long-run yields, and thus influences the shape of the curve“

Die Treiber der U.S. Zinskurve



1. Die Leitzinsen der U.S. Notenbank

Als wichtigster Akteur in den globalen Finanzmärkten bestimmt das U.S. Fed (auch) die Zinskurve des eigenen Landes.

Es ist eine unablässige Abfolge von

- Leitzinssenkung und Bull-Steepening bei den Bonds
- Leitzinserhöhung und Bear-Flattening

Ist die Notenbank untätig, dann fluktuiert die Kurve ohne grosse Tendenz

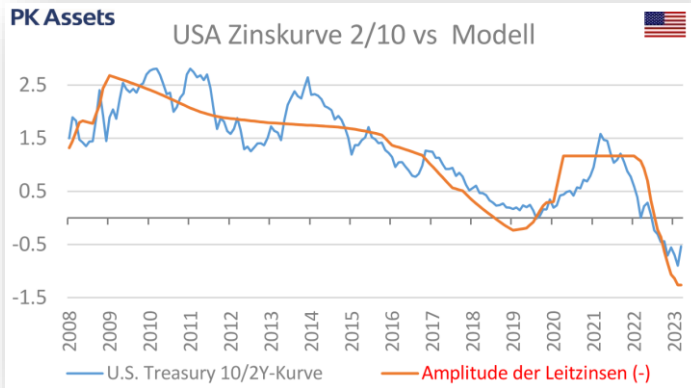


Fazit:

Der Leitzins des Fed ist eine wichtige Determinante der Zinskurve...

...aber beileibe nicht die einzige

Die Treiber der U.S. Zinskurve



2. Sind die Leitzinsen historisch tief oder hoch?
Die Amplitude

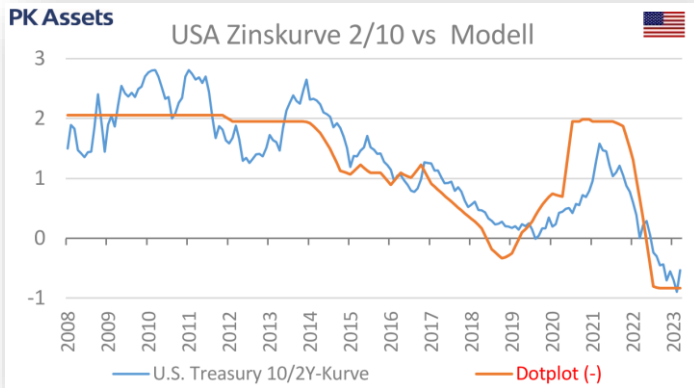
Nicht nur der Standort im Zinszyklus selber, sondern auch die Heftigkeit der Leitzinsbewegung (Amplitude) bestimmt die Krümmung der Kapitalmarktzensen.

Je heftiger der Zinszyklus, desto heftiger die Verwerfung der Kurve

Fazit:

Die Amplitude des Zinszyklus komplementiert die Wirkung der Leitzinsen noch und ist eine wichtige Determinante in unserem Kurven-Modell

Die Treiber der U.S. Zinskurve



3. Die Guidance der U.S. Notenbank

Seit 1994 bereitet die Notenbank die Finanzmarktakteure über ihre Zinspläne auf und seit der Grossen Finanzkrise ist diese Guidance eminent wichtig geworden.

Im Modell (invertiert!) der 1-Jahres-Dot-Plot-Plan des Fed.

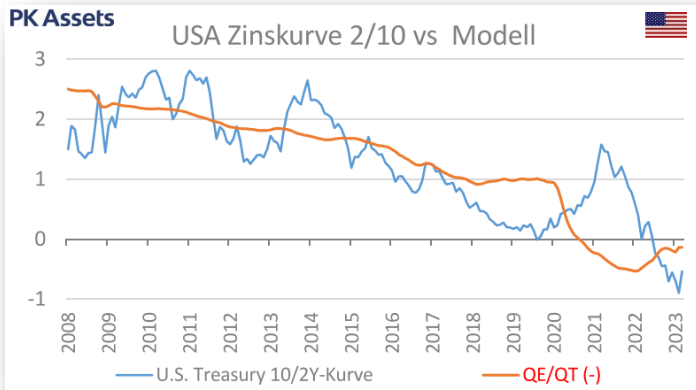
Es geht also nicht um die aktuellen Leitzinsen, sondern um die Aussicht auf 1 Jahr Horizont.

Diese Variable spricht aktuell für eine ultraflache Zinskurve, zumal aktuell noch kein Konsens besteht, ob der Zinszyklus abgeschlossen ist oder nicht

Fazit:

Die Guidance der Notenbank ist an Wichtigkeit kaum zu überschätzen

Die Treiber der U.S. Zinskurve



4. Unorthodoxe Instrumente der Notenbanken: QE/QT

Das Mikromanagement der Notenbanken ist dermassen aus dem Ruder gelaufen, dass sie die Zinsmärkte und die Zinskurven mit beeinflussen.

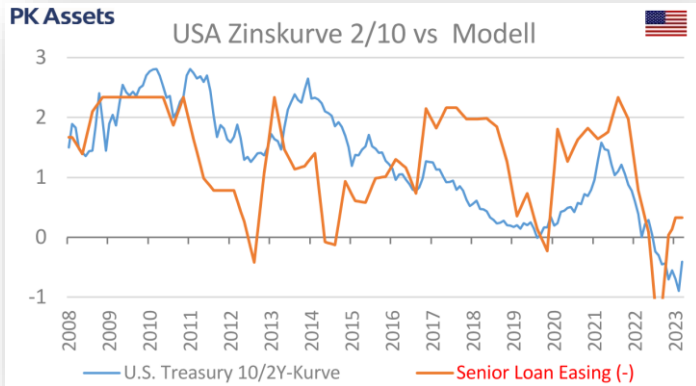
Kaufen die Notenbanken (insbes. Fed/EZB/BOJ) Papiere im Markt auf, dann reduziert sich das Angebot an Treasuries, die Zinsen fallen *cet par*, und die Kurve wird flacher.

Verkaufen die Notenbanken Papiere im Markt dann erhöht sich das Angebot an Treasuries, die Zinsen steigen *cet par*, und die Kurve wird steiler

Fazit:

QE/QT der Big 3 (Fed, EZB, BOJ) ist ein wichtiger Bestandteil unseres Kurven-Modells

Die Treiber der U.S. Zinskurve



5. Kreditvergabe der Banken

Wir haben gesagt, dass die Zinskurven die besten Rezessions-Prognose-Instrumente sind die es gibt.

Gibt es noch andere valable, vorlaufende Rezessionsindikatoren?

Uns fällt nur eine auf: Der Senior Loan Survey:

Sind die Banken geiziger oder freigebiger mit der Kreditvergabe?

Das hat heftige Implikationen auf die Konjunktur!

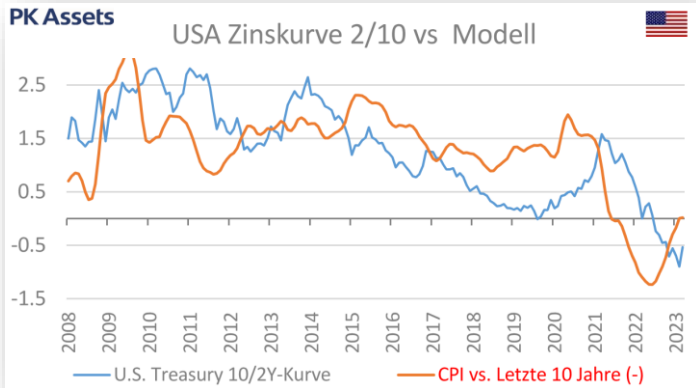
Der Senior Loan Survey ist sogar ein Vorlauffaktor für die Kurve!

Zuletzt hat ein massives Abgleiten der Freizügigkeit der Banken eingesetzt: spricht für eine wieder deutlich steilere Zinskurve!

Fazit:

Die Geschäftsbanken treiben die Konjunktur und damit die Erwartungen und damit die Zinskurve

Die Treiber der U.S. Zinskurve



6. Die Inflations-Amplitude: Ist der Inflationszyklus gross oder klein?

Sehr interessant!!!

Wir nehmen als Proxy das CPI und ziehen den Durchschnitt der letzten 10 Jahre rollierend ab.

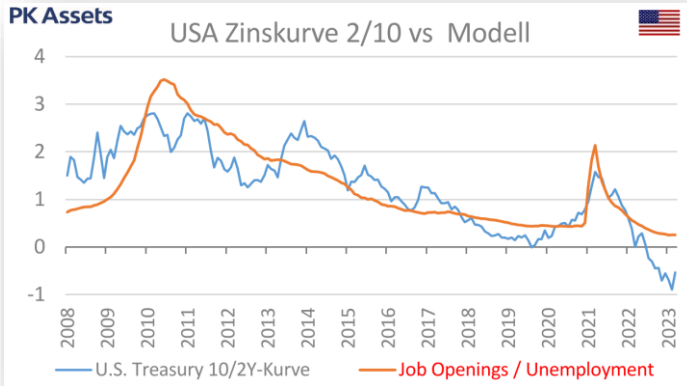
Je stärker das CPI ansteigt, desto grösser der Bedarf der Notenbank um die Teuerung tot zu schlagen, desto flacher die Kurve und umgekehrt.

Aktuell kommt das CPI zurück und dieser (erste) Indikator spricht für eine steilere Kurve

Fazit:

Die Inflationsamplitude ist ein nennhafter Indikator in unserem Modell

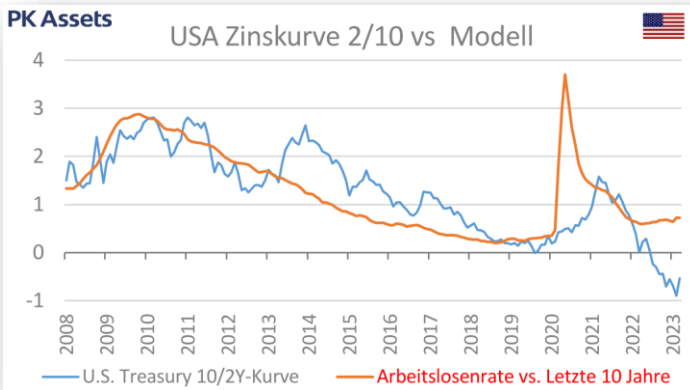
Die Treiber der U.S. Zinskurve



7. Arbeitsmarkt

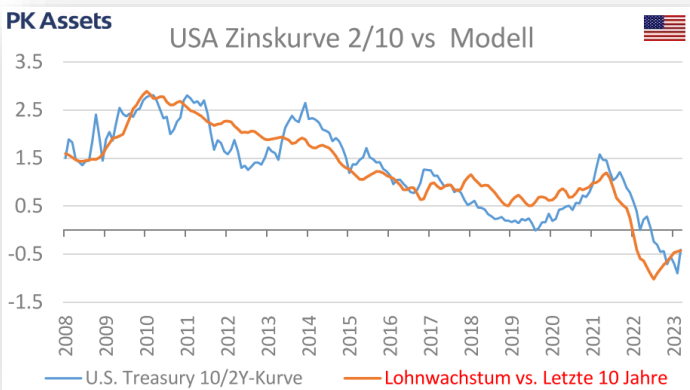
Offene Stellen:

Brummt der Arbeitsmarkt, dann sind Arbeitnehmer knapp, die Anzahl offene Stellen hoch, die Gefahr einer Lohn/Preisspirale erhöht und damit der Zinserhöhungsbedarf grösser



Arbeitslosenrate:

Brummt der Arbeitsmarkt, dann sind Arbeitnehmer knapp, die Arbeitslosenrate tief, die Gefahr einer Lohn/Preisspirale erhöht und damit der Zinserhöhungsbedarf grösser



Lohnwachstum:

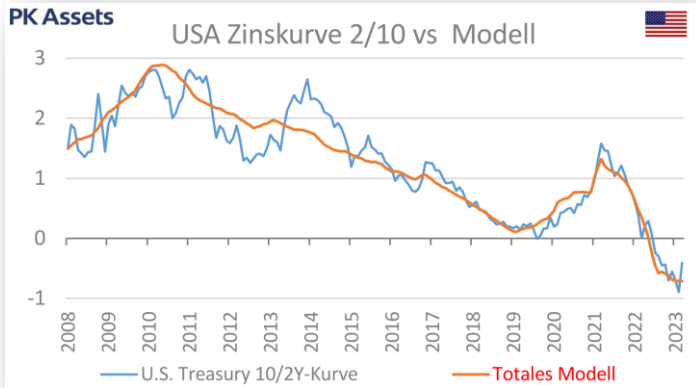
Auch ein wichtiger Indikator, hier ist eine Versteilerung bereits absehbar

Insgesamt deutet der anhaltend starke Arbeitsmarkt auf eine ultraflache Zinskurve hin.

Fazit:

Der Arbeitsmarkt ist vielleicht das Zünglein an der Waage in unserem Modell mit gleich 3 wichtigen Indikatoren

Die Treiber der U.S. Zinskurve



Modell:

5%

20%

10%

20%

30%

15%

Reale Fed Funds

Fed Funds vs. History

Senior Loan

QE/QT

Arbeitsmarkt

Dot Plot

Zusammenfassung:

Die aktuell extrem flache (invertierte!) Kurve macht Sinn...

- Die Teuerung ist immer noch über Gebühr hoch
- Der Arbeitsmarkt ist nach wie vor stark
- Es besteht noch die Möglichkeit, dass es trotz Silicon Valley Bank noch zu weiteren Zinserhöhungen kommt, auch wenn die Marktreaktion im März markant war
- Mindestens bis zu Silicon Valley Bank waren Leitzins-Cuts im 2023 rausgepreist worden
- Das Quantitative Tightening unterstützt die Verflachung nicht mehr
- Die Kreditvergabe der Banken deutet auf eine Rezession hin, das spricht für eine wieder steilere Kurve hin!

....aber die ersten Indikatoren drehen!

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

und:

Besuchen Sie uns auf www.pkassets.ch