

Zinsen 2/2023:

Vor der grossen Bond-Party?

„Kommt der Bull-Steepener?“

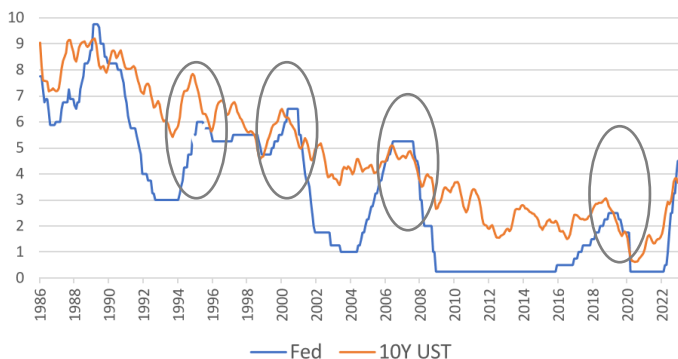
Wir sind an einem interessanten Punkt im Zinszyklus angekommen:

In der Spätphase eines Zinserhöhungszyklus passiert folgendes:

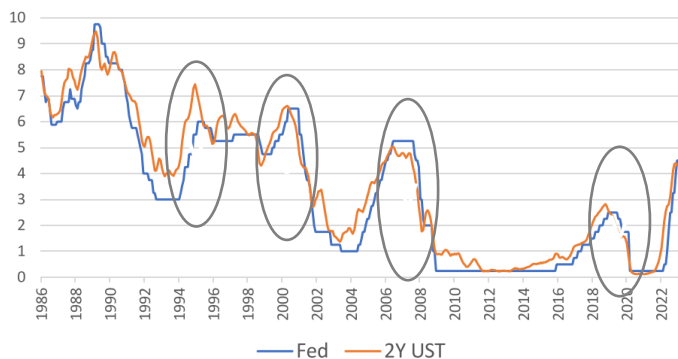
Normalerweise antizipieren die Kapitalmarktzinsen die Notenbank, indem...

...der 10-Jahreszins vor dem Leitzins-Top anfängt zu fallen...

Fed Funds und Treasury Rendite

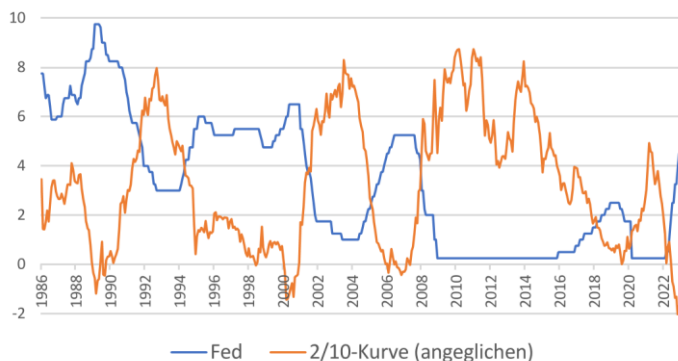


Fed Funds und Treasury Rendite



... ebenso der 2-Jahreszins...

Fed Funds und Treasury Kurve

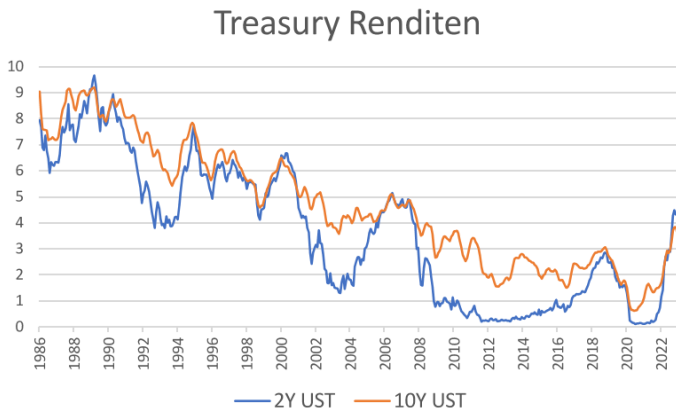


...und zwar so, dass die Zinskurve schon vor dem Laufzeit-Top beginnt, brutal zu versteilern, weil die 2-Jahreszinsen viel deutlicher fallen als die 10-Jahreszinsen

(= „Bull-Steepener“)

Offensichtlich hat dieser Bull-Steepener aber noch nicht begonnen! 2

Warum ist das so wichtig?



Der Bull-Steepener ist die beste Zeit für den Bond-Investor (deshalb „Bull“)

Wir stehen also potentiell kurz vor einer sehr einträglichen Phase für Obligationen

Sobald die Zinsen fallen, ist ein Bull-Steepener unvermeidlich, soviel scheint klar

Bleibt die Frage, *wo* auf der Kurve sich positionieren? Eher kurz oder eher lang?

Der 10Y-UST rentiert aktuell 3.81, der 2Y-UST 4.61, spricht klar für den 2Y-Treasury

In den letzten 5 Bull-Steepener-Episoden fielen die 2Y-Zinsen im Durchschnitt um 4.3%, die 10Y-Zinsen im Durchschnitt um 2.6%, spricht für den 2Y-Treasury

Der 10Y-UST hat aber aktuell eine Duration (=Zinssensitivität) von 8.2, der 2Y-UST von nur 1.84, dies spricht klar für den 10Y-Treasury

Sollte ein historisch normales Bull-Steepening kommen, dann hat man im 10Y mehr Bang for the Buck, trotz Kurvenversteilerung!

Die 9 Treiber der Obligationen-Zinsen: *Kommt der Bull-Steepener?*

Um dies zu beantworten müssen wir uns fragen:

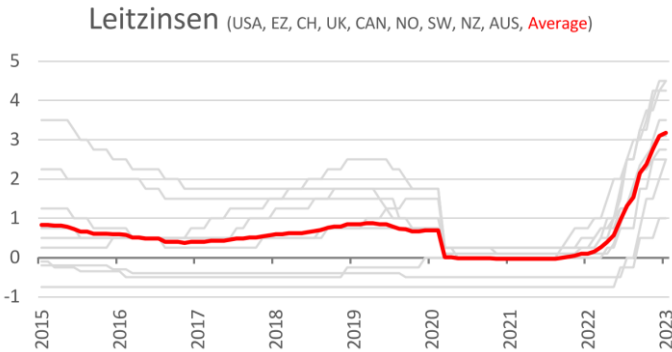
Was bewegt die Zinsen?

Unserer Meinung nach sind es die folgenden Treiber, auf die man schauen sollte:

1. Leitzins-Verankerung
2. Leitzins-Phantasie
3. Teuerung und Teuerungs-Erwartungen
4. Die Prognose für das U.S. CPI
5. Die Prognose für den amerikanischen Arbeitsmarkt
6. Die übliche Reaktionsfunktion des Feds
7. Die Treiber der U.S. Zinskurve
8. Der Einfluss Chinas auf die westlichen Zinsen
9. Die Rolle des Leading Markets innerhalb der westlichen Zinsen

Die 9 Treiber der Obligationen-Zinsen:

1. Leitzins-Verankerung



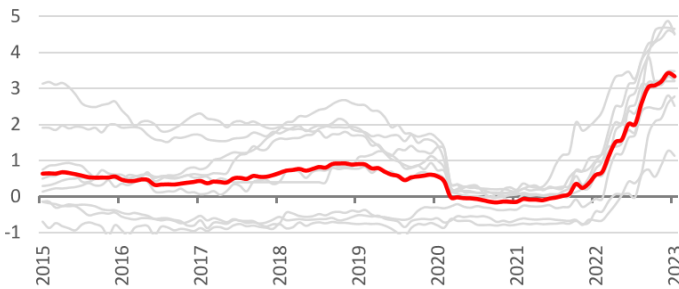
Die Leitzinsen halten die Obli-Zinsen(noch) oben und die Zinskurve unten:

- Natürlich drehen die Obli-Zinsen im Zyklus immer vor den Leitzinsen
- Aber die Verankerung der Obli-Zinsen auf dem verglichen zu den letzten Jahren hohen Niveaus durch die Leitzinsen besteht noch
- Dies, erstens weil der Leitzins-Zyklus in den meisten Ländern noch nicht abgeschlossen zu sein scheint
- Und zweitens noch kein ausreichend starker Konsens besteht über die Terminal-Raten der Leitzinsen
- Allerdings könnte sich ein solcher Konsens in den USA (=Lead Market) langsam aber sicher ausbilden

Die 9 Treiber der Obligationen-Zinsen:

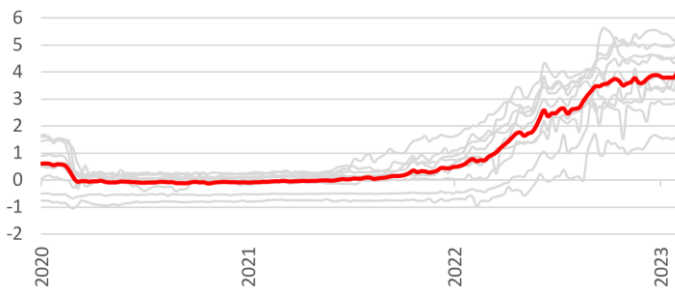
2. Leitzins-Phantasie

12Mt Zinsen* (USA, EZ, CH, UK, CAN, NO, SW, NZ, AUS, Average)



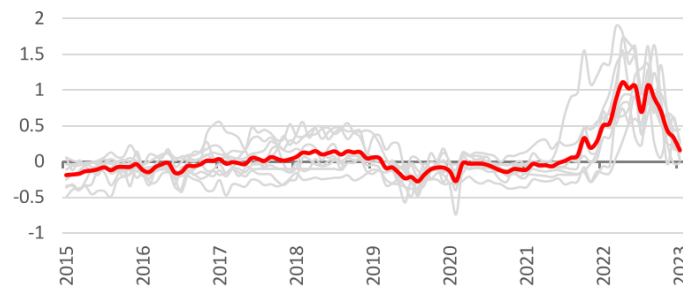
Leitzins-Swaps 6Mth

(USA, EZ, CH, UK, CAN, NO, SW, NZ, AUS, Average)



12Mt* Zinsen ./ Leitzins

(USA, EZ, CH, UK, CAN, NO, SW, NZ, AUS, Average)



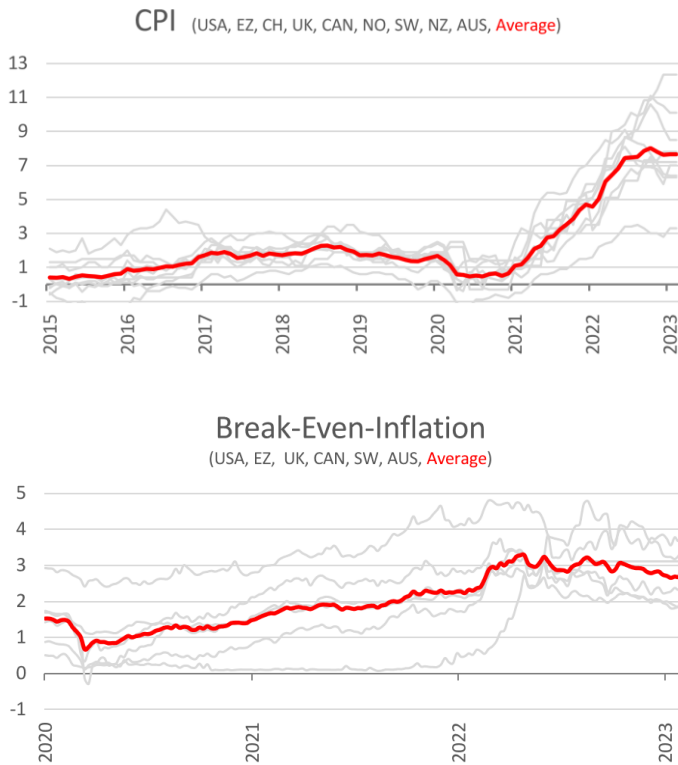
Der Anstieg der Leitzinsphantasie ist noch nicht im Gange, aber es scheint ein Ende der Fahnenstange in Reichweite zu sein. Für noch höhere 10Y-Zinsen braucht es noch mehr Phantasie

- Das kurze Ende der Kapitalmarktzenskurve steigt noch...
- ...weil die impliziten Leitzins-Erwartungen für die nächsten 6 Monate immer noch steigen
- Kein Raum für tiefere Zinsen also, der Bull-Steepener kann (noch) nicht beginnen
- Aber die Differenz von effektiven Leitzinsen und den 12-Monatszinsen kommt deutlich zurück und nähert sich der Null-Grenze
- Alles in allem erschöpft sich langsam die Zinserhöhungs-Phantasie, das nimmt Aufwärts-Druck weg vom Zinsmarkt
- Der Markt könnte bald kippen

* 1Y Government Bond-Rendite wo liquide, sonst 2Y Government Bond-Renditen

Die 9 Treiber der Obligationen-Zinsen:

3. Teuerung & Teuerungserwartungen



Die CPIs steigen nicht mehr, sind aber immer noch zu hoch für Entspannung

- Im Schnitt konsolidieren die CPIs auf hohem Niveau
- In einzelnen Fällen fallen die Raten bereits
- Besonders wichtig: In den USA fällt das CPI jetzt deutlich
- Das U.S. CPI ist ein Leading Indicator für die anderen Teuerungsraten
- Die Teuerung im Leading Market USA scheint das Top hinter sich zu haben, das sollte für eine gewisse Entspannung sorgen in den globalen Zinsen, aber noch nicht genug für das Bull-Steepening

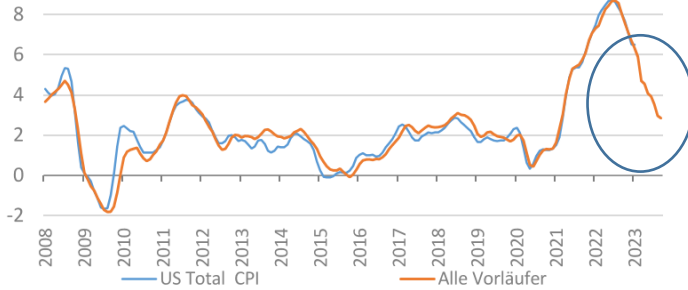
Wichtig: Keine Probleme im Moment von den Linker-Märkten, die Inflationserwartungen (Break Even) sind höher als auch schon, aber moderat, und sie steigen kaum

Die 9 Treiber der Obligationen-Zinsen:

4. U.S. CPI-Prognose

PK Assets

U.S. CPI Total vs Modell



Variablen im Modell:

- Energiepreise
- Crack Spreads
- FAO Lebensmittelpreise
- Commodities
- Währungen
- Monetary Conditions
- Inflationserwartungen
- PMI-Preiskomponenten
- Globales M2
- China Importe
- China-Handel
- China Manufacturing
- China PPI
- Realzinsen
- Manheim Index
- Global Stress
- Fertilizerpreise
- Supplier Delivery Time
- PMIs
- Job Openings
- Weekly Hours
- Häuserpreise
- Konsumentenkredite
- Verfügbares Einkommen
- Lieferketten
- Yuan
- Frachtpreise
- Shipping Indizes
- Häusermarkt-Angebot/Nachfrage
- Zillow Rent Prices
- Hypothekenzinsen
- Affordability
- etc

Der U.S. Treasury ist der unangefochtene globale Leading Indicator für alle Zinsen ex China und Japan.

Die Teuerung in den USA wirkt sich auf alle Bondmärkte aus (ex China und Japan)

Für die Einschätzung der Zinsen ist eine Meinung zum U.S. CPI unabdingbar

Glücklicherweise ist das U.S. CPI ein Lagging Indicator und eine Prognose ist möglich:

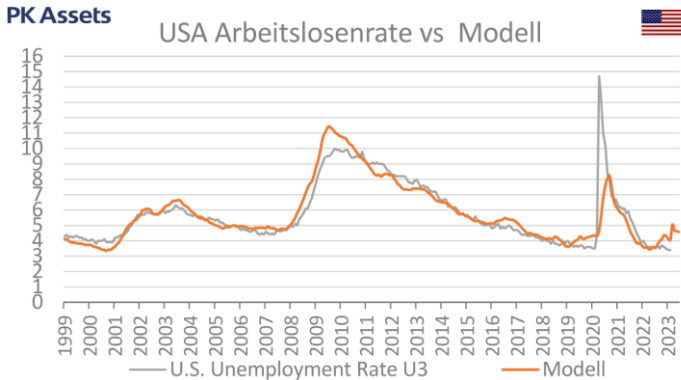
Unser Modell zum U.S. CPI zeigt eine klare Abschwächung der U.S. Teuerung voraus

Der Horizont ist 8 Monate, nicht mehr, aber auch nicht weniger

Dieser Prognose-Rückgang des U.S. CPI ist bullish für die Bondmärkte und dürfte für einen Sentiment-Umschwung sorgen!

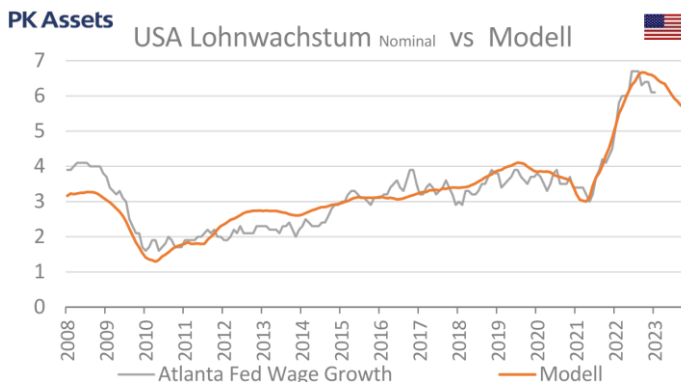
Die 9 Treiber der Obligationen-Zinsen:

5. Prognose für den U.S. Arbeitsmarkt



Variablen im Modell:

- PMI Employment-Komponenten
- Konsumentenvertrauen
- JOLTS
- Jobless Claims
- Neue Order
- Konsumentenkredit
- Partizipationsrate
- Financial Conditions
- Häusermarkt
- etc



Variablen im Modell:

- Teuerung
- Teuerungserwartungen
- PK Assets CPI-Prognosemodell
- PMI Employment/Lohn-Komponenten
- JOLTS
- Corporate Profits
- Konsumentenvertrauen
- Financial Conditions
- etc

Der U.S. Arbeitsmarkt zeigt kaum Schwächen! Damit zeigt er auch (noch) kein Signal für tiefere Zinsen, kein Signal für steilere Zinskurven

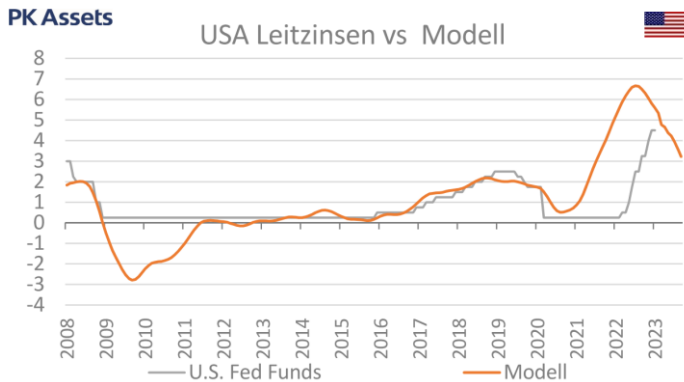
- Je länger der Arbeitsmarkt stark bleibt, desto länger bleibt das Bull-Steepening aus
- Die Arbeitslosenrate reagiert etwa mit 3-5 Monate Verzögerung auf unsere Konjunkturdaten im Modell, das ist wenig
- Die von uns verwendeten Konjunkturdaten zeigen in ihrer Gesamtheit auch noch keine Rezession an
- Handkehrum zeigen die Daten auch keinerlei Lohn/Preis-Spirale an
- Kein Signal für tiefere Zinsen bis jetzt aus dem Arbeitsmarkt!

• Immerhin: Arbeitslosenrate und Lohnrate scheinen langsam zu drehen

- Wenn eine überraschende Zahl kommt, könnte der Bull-Steepening-Case schnell Momentum erhalten

Die 9 Treiber der Obligationen-Zinsen:

6. Die historische Reaktionsrate des Fed



33% CPI-Modell, 33% Arb'losenmodell, 33% Lohnmodell

Schaut man auf die historische Reaktionsfunktion des Fed, dann sind die im Markt eingepreisten Leitzinsreduktionen noch im 2023/2024 tatsächlich untermauert:

Wir schauen auf unsere Prognosemodelle für:

CPI
Arbeitslosigkeit
Löhne

..und setzen diese in unser Fed-Leitzins-Modell ein und es resultiert der Chart links oben

Tatsächlich nimmt der Aufwärts-Druck auf die Leitzinsen seit einiger Zeit ab und das Modell zeigt fallende Leitzinsen an später im Jahr

Aber Achtung:

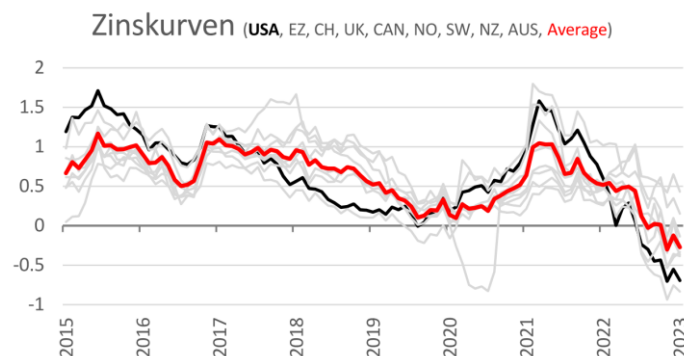
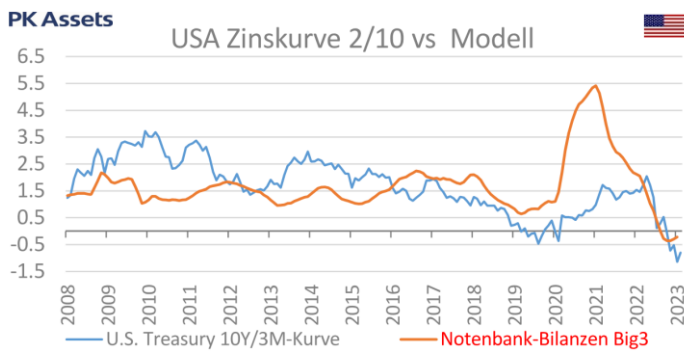
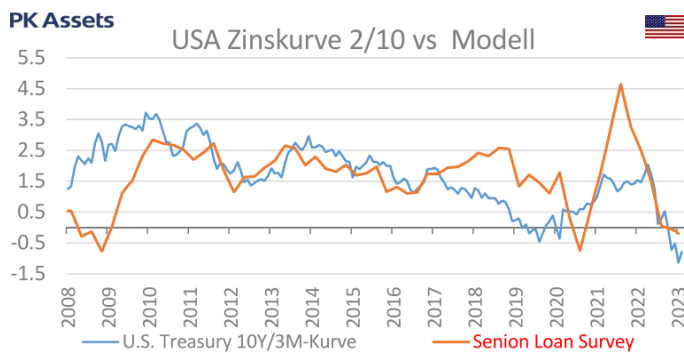
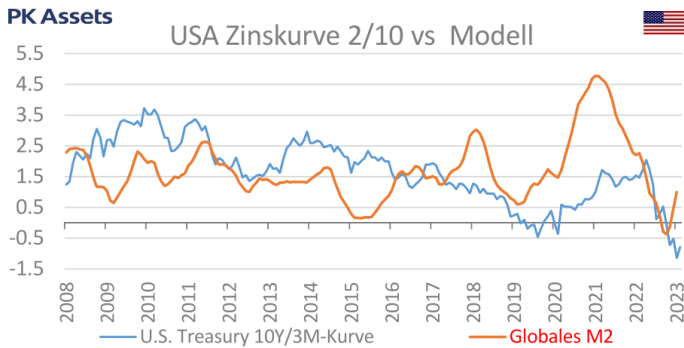
Die Teuerung hat dermassen überschossen, dass das Fed Zweitrundeneffekte verhindern will

Wir trauen der Reaktionsfunktion aktuell nicht, denn ein zu frühes Einknicken des Fed würde die Financial Conditions noch mehr verbessern und die Wahrscheinlichkeit von Zweitrundeneffekten wie in den 70er Jahren erhöhen

Long for longer scheint angebracht, solange das Sentiment nicht komplett kippt. Das zögert das Bull-Steepening heraus

Die 9 Treiber der Obligationen-Zinsen:

7. U.S. Zinskurve



Die U.S. Zinskurve regiert die Welt. Wir finden 5 markante Treiber der U.S. Zinskurve:

1. U.S. Zinserwartungen 5y/5y
2. Rollende Aktien-Jahresrendite
3. QE/QT der grossen 3: USA, Europa, Japan
4. Kredit-Durchlässigkeit in den USA (Senior Loan Survey)
5. Wachstum des globalen M2

Alle diese Kräfte haben die Zinskurve massiv invertiert. Aber es ist eine Umkehr zu beobachten: Als erstes hat das globale M2 gedreht!

Bereitet das Revival des Globalen M2 das Bull-Steepening vor?

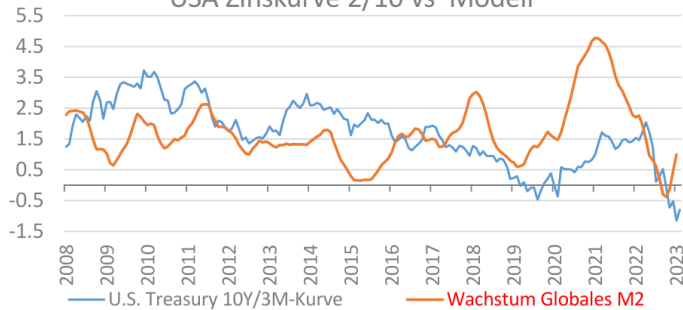
Auch das Momentum des Quantitative Tightening hat an Kraft verloren

Die 9 Treiber der Obligationen-Zinsen:

8. Die Rolle Chinas

PK Assets

USA Zinskurve 2/10 vs Modell



Das Globale Wachstum von M2, der wichtigsten Finanzvariable der Welt, zieht wieder an!

Wegen China!

China wird immer wichtiger!

Das Geldmengenwachstum Chinas ist nicht korreliert zum Rest der Welt

China bläst wieder Geld ins System, während im Westen das Geldwachstum weiter zurückgeht

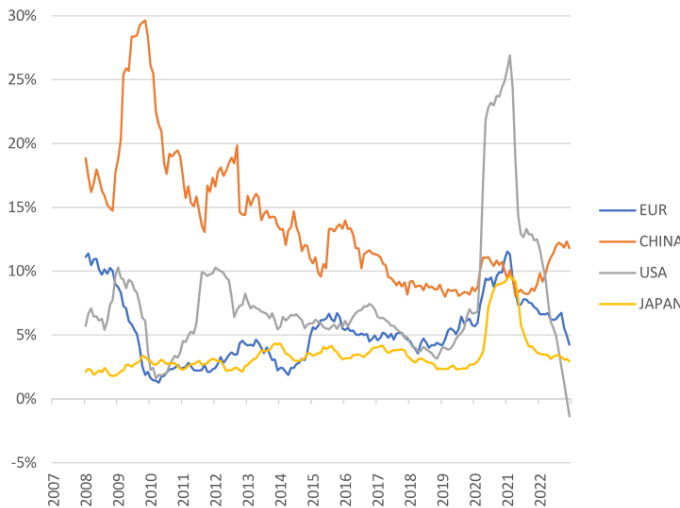
Chinas Anteil am globalen M2 ist explodiert, Japan und Europa sind marginalisiert

Der Einfluss von China auf den Bull-Steepening Case im Westen ist aber zweischneidig:

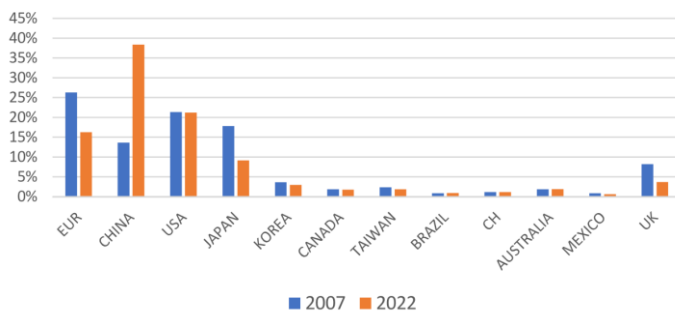
Chinas antizyklische Öffnung erhöht die Liquidität und die Wahrscheinlichkeit eines Soft Landing im Westen, das reduziert den Case etwas

Andererseits erhöht es das Wachstum des globalen M2, was historisch mit der Zinskurve im Westen korreliert ist

M2 in Lokalwährungen (Jahresveränderung)



Anteil am Globalen M2

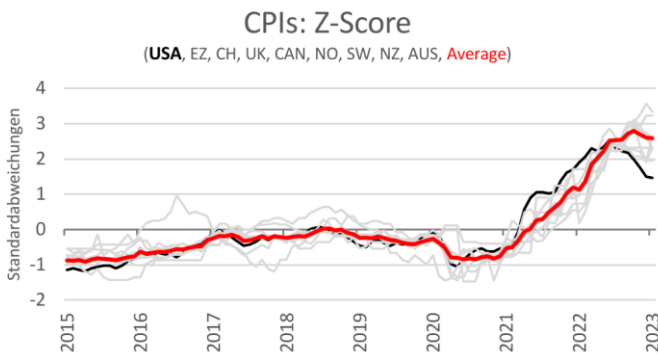


Die 9 Treiber der Obligationen-Zinsen:

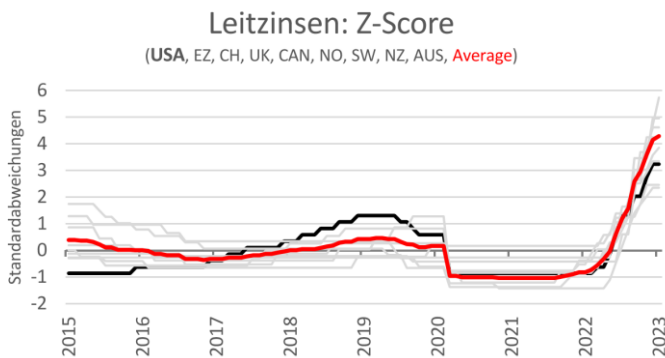
9. Die Rolle des Leading Markets: a) USA

Wir haben es mehrere Male gesagt:
Was in den USA abgeht wird im
Resten der Welt (ex China und Japan)
repliziert:

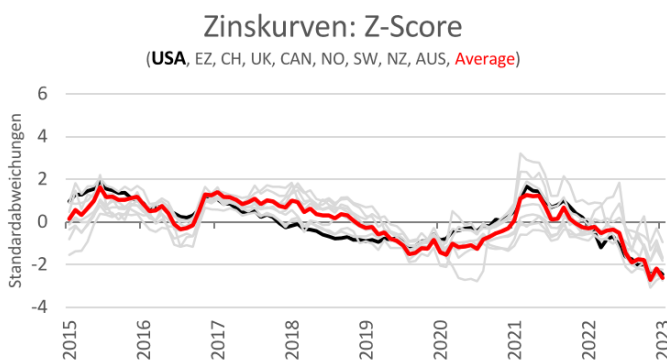
Wir verdeutlichen es anhand der mittels einer
Skalentransformation, ausgedrückt in
Standardabweichungen:



- **Teuerung:** Das U.S. CPI zeigt den Trend an auch für Europa, Ozeanien, Skandinavien etc



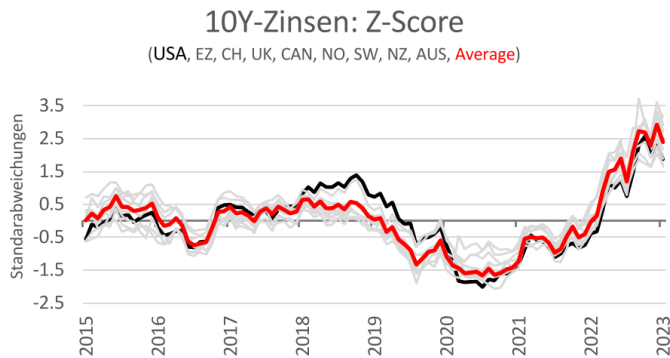
- **Leitzinsen:** Das Fed zeigt den Trend an auch für die Notenbanken Europas, Ozeaniens, Skandiaviens etc



- **Zinskurven:** Die Zinskurve der USA zeigt den Trend an auch für die Zinskurven Europas, Ozeaniens, Skandiaviens etc

Die 9 Treiber der Obligationen-Zinsen:

9. Die Rolle des Leading Markets: a) USA



Komplett synchronisiert: Die 10-Jahres-Zinsen!!

Wir verdeutlichen es anhand der mittels einer Skalentransformation, ausgedrückt in Standardabweichungen:

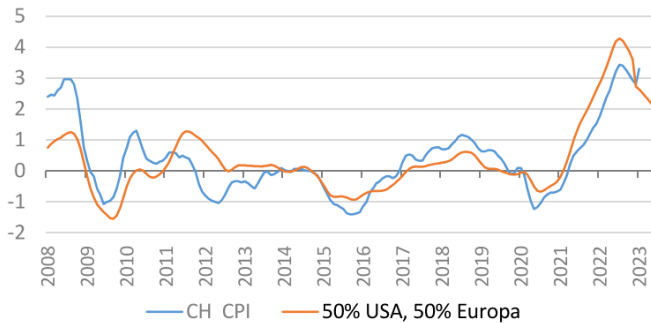
- Egal, wo die Länder sind im Zinszyklus, egal wo die Länder sind im Konjunkturzyklus, egal, welche Eigenheiten die Länder bezüglich ihrer Teuerungsraten haben...
- ...die Zinsmärkte sind fast komplett synchronisiert...
- ..dermassen dass man ohne zu übertreiben sagen kann:
- Wer eine View auf den US-Treasury hat, der „weiss“ auch was auf den anderen Zinsmärkten läuft
- Ressourcen auf die Analyse des US 10Y setzen!!!
- Eine vertiefte Analyse der anderen Märkte weist kaum einen nennenswerten Grenzertrag auf!

Die 9 Treiber der Obligationen-Zinsen:

9. Die Leading Markets: b) USA, Europa und die Schweiz

PK Assets

CH CPI vs Modell

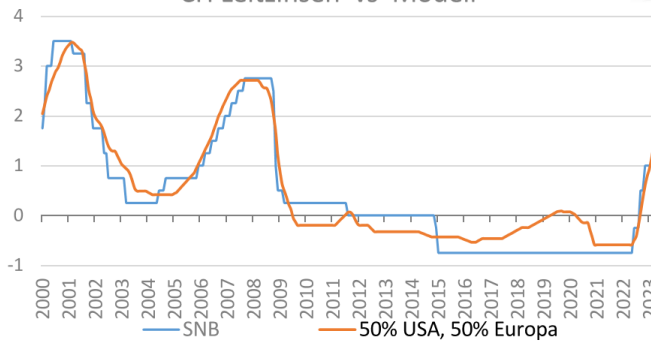


Für uns Schweizer spielen zwei Leading Markets eine Rolle: USA und Eurozone

- Das CPI ist hoch korreliert mit diesen zwei Währungsräumen

PK Assets

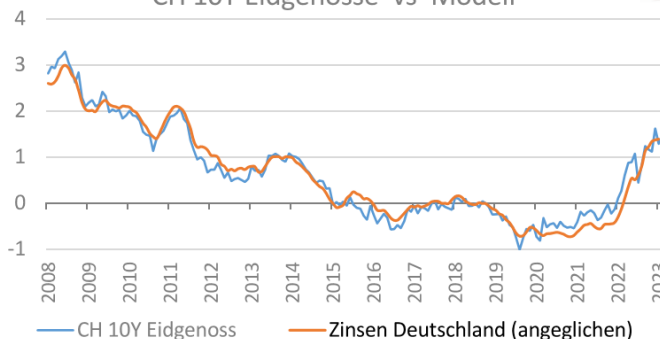
CH Leitzinsen vs Modell



- Ebenfalls die Leitzinsen, zeitlich genau synchronisiert mit Europa und einem Lag von 9 Monaten auf die USA

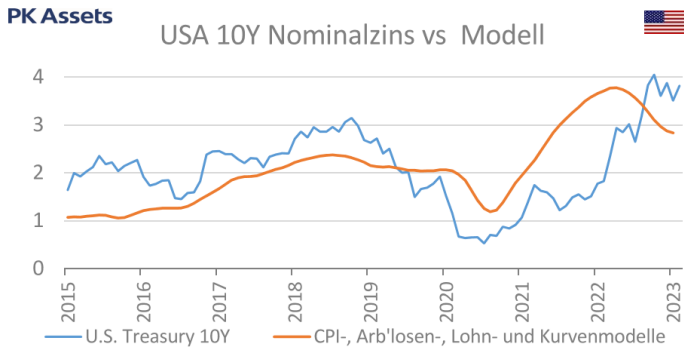
PK Assets

CH 10Y Eidgenosse vs Modell



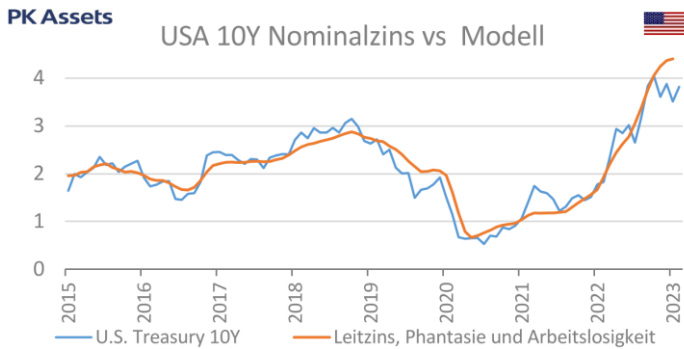
- Im Falle der Zinsen ist die Schweiz weitgehend mit Deutschland synchronisiert

Fazit: Der 10Y U.S. Treasury



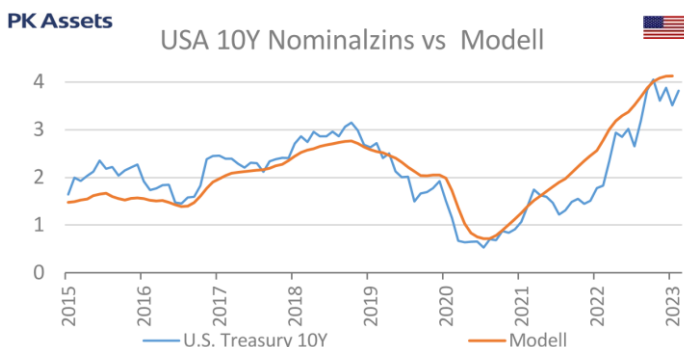
Ja, das Bull-Steepening wird wohl kommen:

- Die CPI-Prognose für die nächsten 8 Monate ist bullish für den Case
- Die Inflationserwartungen sind gut verankert
- Der U.S. Arbeitsmarkt scheint – wenn auch langsam- zu drehen



Aber es wird durch einige Faktoren verzögert

- Die Leitzinsphantasie ist noch am leben
- Der U.S. Arbeitsmarkt ist noch zu stark
- Die Angst vor Zweittrundenfaktoren ist noch zu stark



Das aktuelle Niveau sieht vernünftig aus, wir sehen dieses Level als aussichtsreich an:

- Wir glauben, dass die 2-Jahreszinsen bald drehen werden, insbesondere dann, wenn unsere CPI-Prognose sich als korrekt erweist

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

und:

Besuchen Sie uns auf www.pkassets.ch