

PK Assets

Zinsen:

1/2019

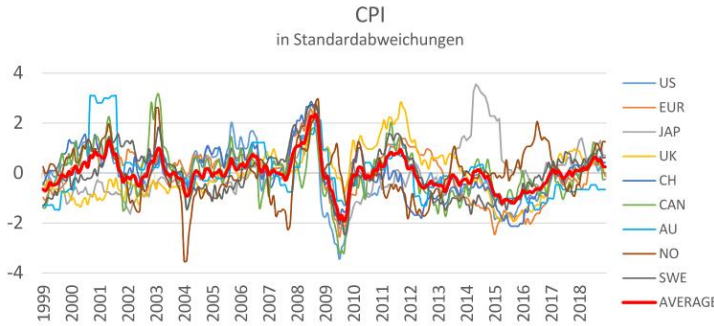
www.pkassets.ch/marktanalysen

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

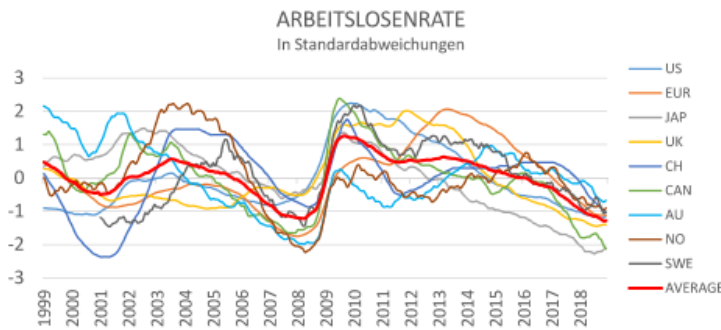
Gibt es genügend Gründe für eine Zinswende?

Ja, gemäss früheren Reaktionsfunktionen der Notenbanken müssten die Leitzinsen breit ansteigen

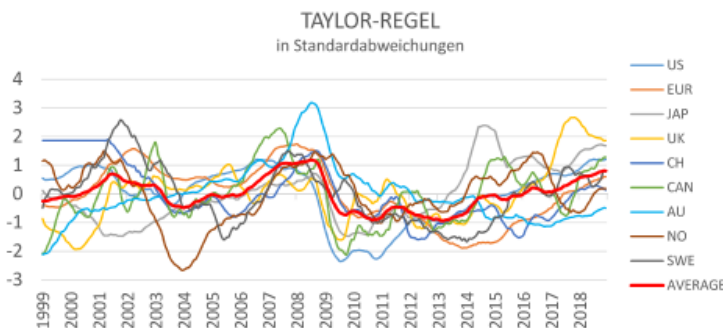
- Wir schauen uns die 9 wichtigsten Anleihemärkte an und ermitteln den gleichgewichteten Mittelwert
- Um die Trends der verschiedenen Länder vergleichbar zu machen führen wir eine Skalentransformation durch und betrachten die Bewegungen in Standardabweichungen



+

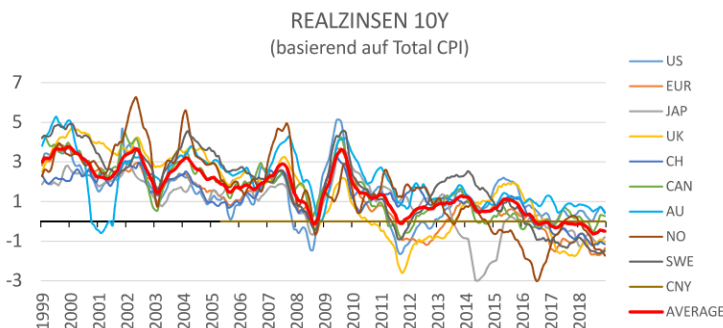
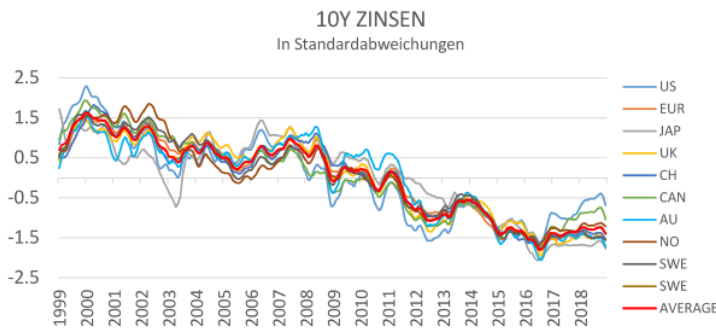
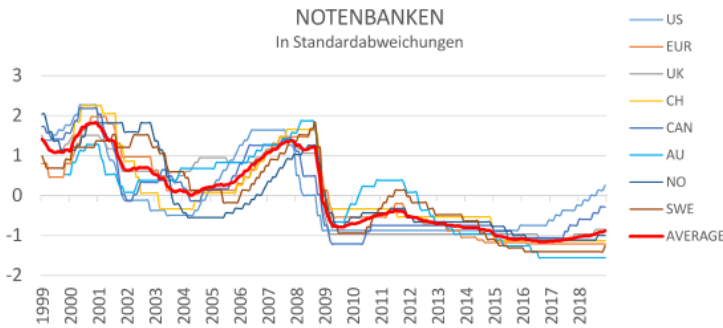


=



- Die **Teuerungsraten** sind auf das Mittel der letzten 20 Jahre gestiegen, zuletzt ist eine Gegenbewegung zu verzeichnen
- Die **Arbeitslosenraten** fallen im Schnitt und befinden sich auf einem historisch eher tiefen Mass
- Die **Taylorregel**, welche Inflation und Arbeitsmarkt verbindet zeigt deutlich höhere Leitzinsen an

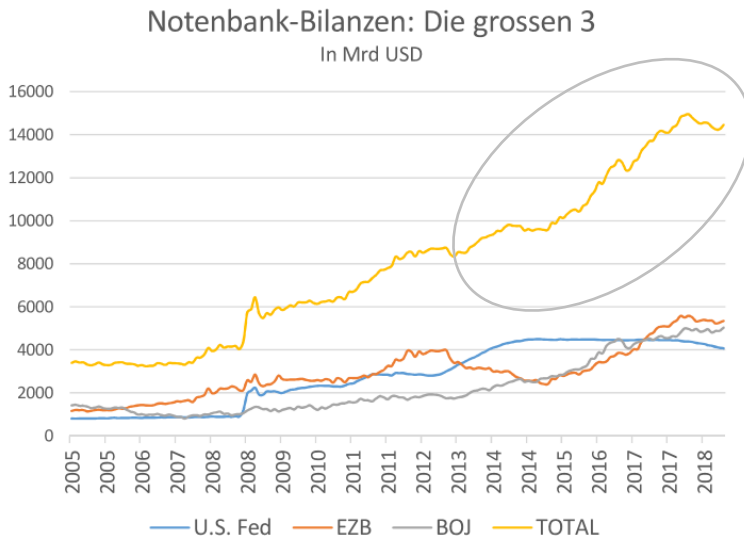
Findet die Zinswende statt?



Nein, speziell die Realzinsen zeigen, dass nicht einmal eine Normalisierung stattfindet

- Wir schauen uns die 9 wichtigsten Anleihemärkte an und ermitteln das ungewichtete Mittel
- Um die Trends der Leitzinsen vergleichbar zu machen führen wir eine Skalentransformation durch und betrachten die Bewegungen in Standardabweichungen
- **Nur** die **USA** hat bisher Ernst gemacht
- **Zwar** haben weitere vier **Notenbanken** angefangen, die Zinsen –zögerlich- zu erhöhen, die anderen Notenbanken belassen die Leitzinsen weiterhin auf historischen Tiefständen
- Bei den **Kapitalmarktzinsen** scheinen die tiefsten Werte überwunden, aber das Mittel bewegt sich auf historisch sehr tiefem Niveau
- **Aber:** Vergleichen wir die aktuellen Kapitalmarktzinsen mit den Teuerungsraten, dann konstatieren wir, dass die **Realzinsen** nicht nur nicht ansteigen, sondern sich auf dem absoluten Tiefpunkt der letzten 20 Jahre befinden
- Der Zinsmarkt impliziert insgesamt weiterhin ein konjunkturelles Katastrophen-Niveau

Warum findet die Zinswende nicht statt?



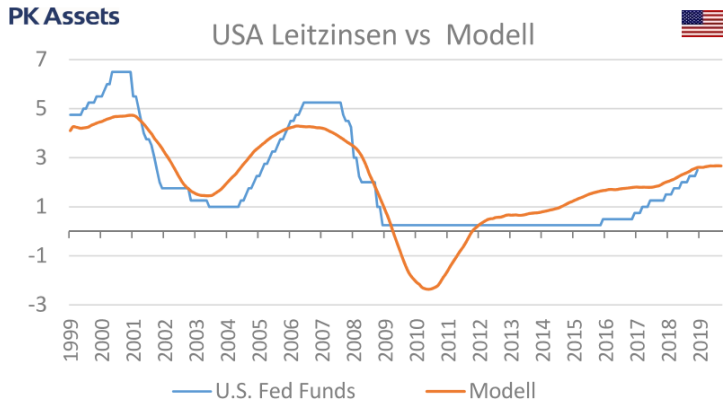
Ein riesiger
Obligationen-
Staubsauger: Die
Notenbanken wurden an vielen
Orten die einzigen Käufer von
Regierungsanleihen

Wir verweisen auf unser letztes
Reporting:

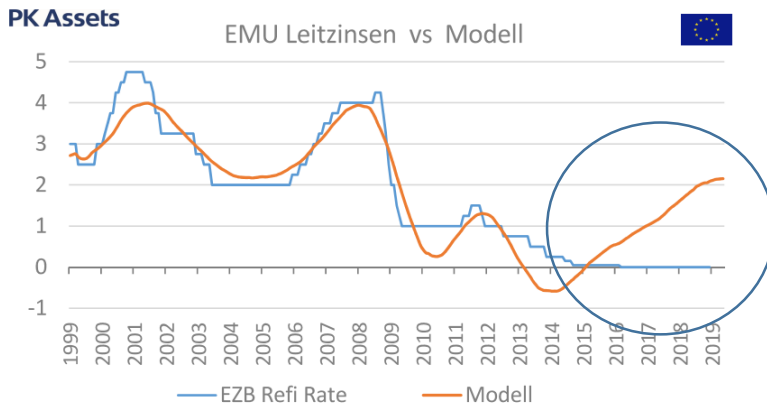
- **«Weil sie es können»**, d.h. Notenbanken können mit Bondkäufen die Bondzinsen nachhaltig senken oder deckeln;
- **«Die Summe ist wichtig, nicht die Veränderung»**: Wichtig ist die Grösse der Bilanz (und nicht die Jahresveränderung); bestätigt durch Studien des Fed und der Korrelationen in unseren Modellen
- **«Stimulus is (globally) fungible»**: Es ist die Summe der Stimuli global, die wirksam sind, u.z. über die Grenzen hinweg, ebenfalls plausibel via die Gleichförmigkeit der int. Bondmärkte

Die 3 wichtigsten Märkte für uns

Die USA haben die Normalisierung zwar angeschoben...



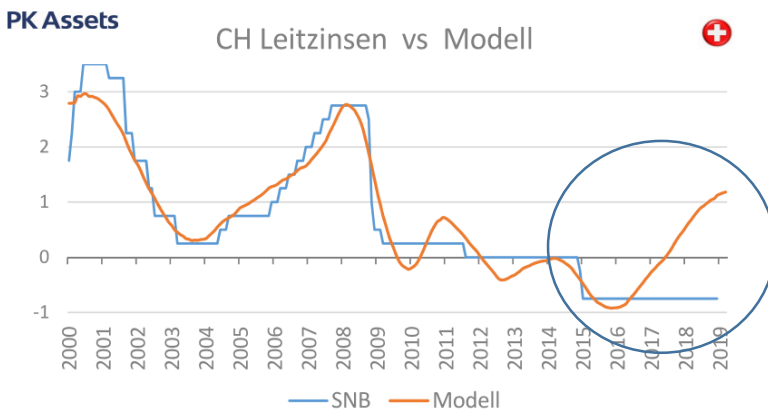
USA weit fortgeschritten, Eurozone & CH nicht



Unsere Modelle beinhalten Taylorregel, Wachstum, Arbeitsmarkt, Leading Indicators, Währung, Ressourcen-Auslastung, Teuerung, Inflationserwartungen, Sentiment, Output Gap, Konsum und Löhne

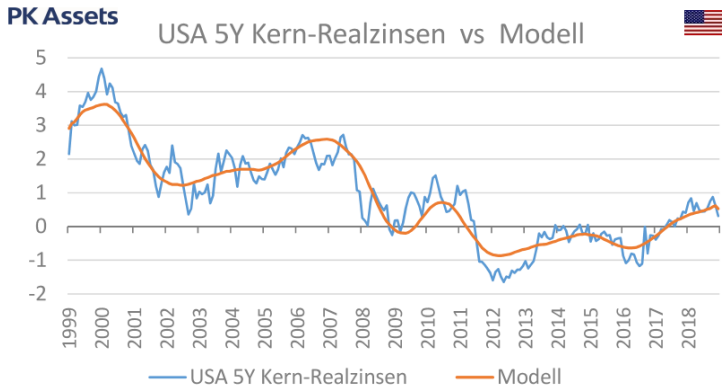
Das Bild ist unmissverständlich und unzweideutig:

Während die USA das Gros der Zinserhöhungen, die mit Konjunktur und Teuerung erwartet werden können, hinter sich hat, weigern sich die EZB und die SNB, den Fundamentals ins Gesicht zu schauen



Die 3 wichtigsten Märkte für uns

...trotzdem bleiben die Kapitalmarktzinsen überall absurd tief: Warum?

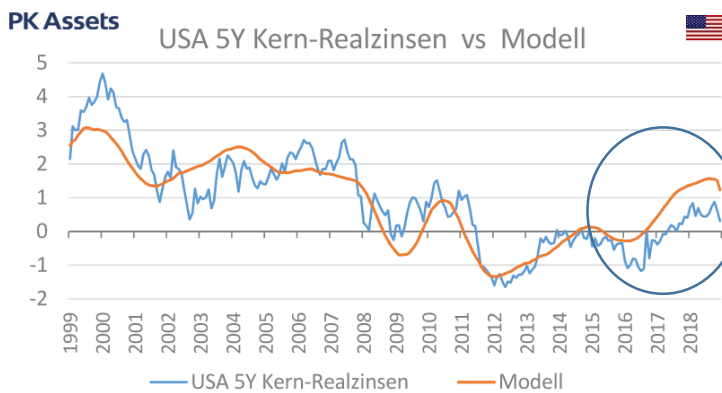


=

=

Beispiel USA: Ein stimmiges Bild von normalisierten, aber immer noch tiefen Realzinsen

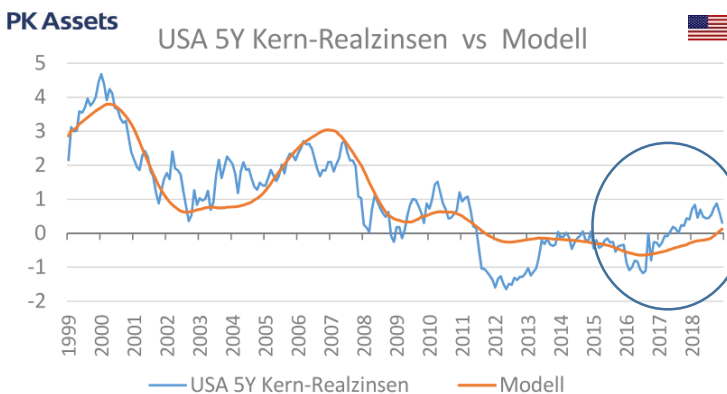
(hier: 5y-U.S. Treasury minus Kerninflation)



+

+

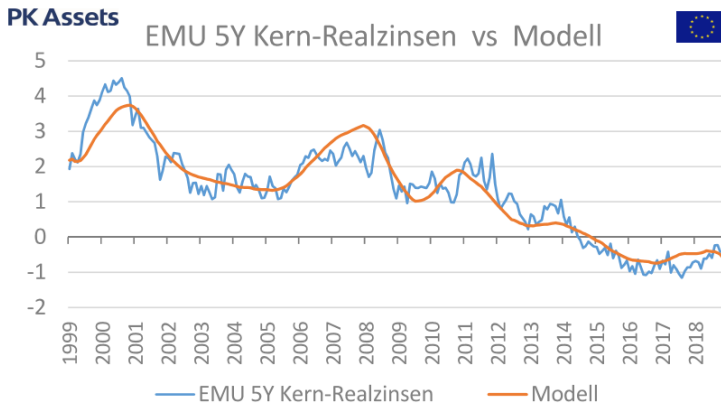
«Konjunktur-Effekt»
Bestehend aus Wirtschaftswachstum, Arbeitsmarkt, Inflationserwartungen und Löhnen



«Notenbank-Effekt»
bestehend aus Leitzinsen und den Big3-Notenbank-Bilanzen

...wir können aber die «absurd tiefen» Zinsen erklären

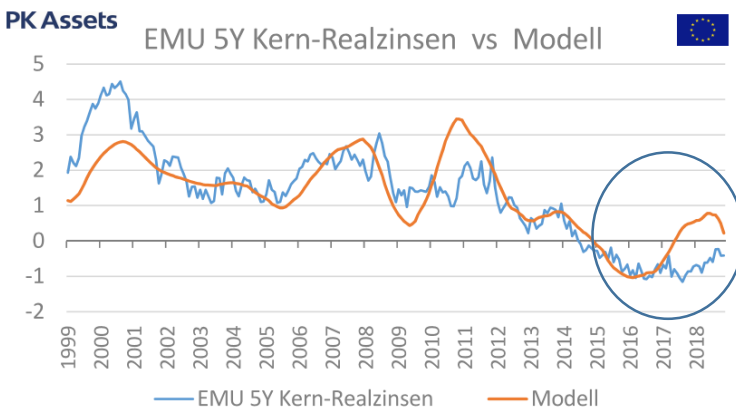
Beispiel EUR: Ein stimmiges Bild von extrem tiefen Realzinsen



(hier: 5y- Zinsen Euro-Staatsanleihen minus Kerninflation)

=

=

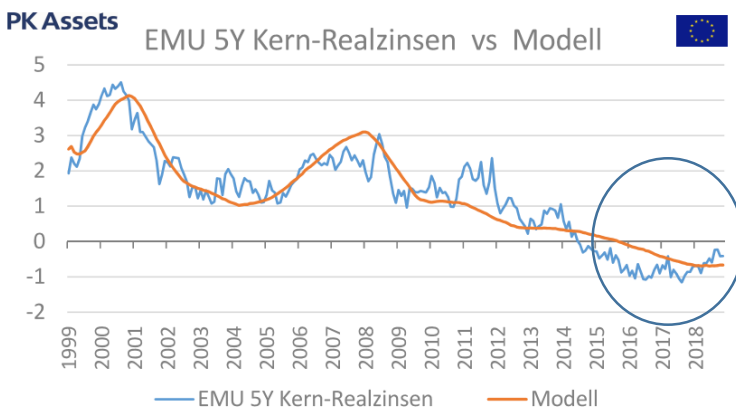


«Konjunktur-Effekt»

Bestehend aus Wirtschaftswachstum, Arbeitsmarkt, Output Gap, Währung, Leading Indicators, Inflationserwartungen und Länderrisiko

+

+

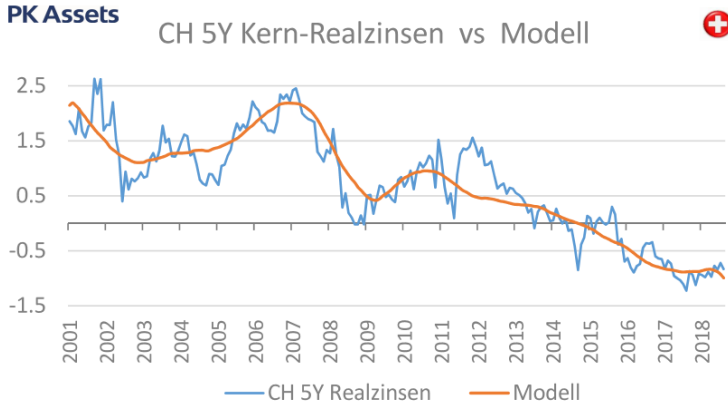


«Notenbank-Effekt»

bestehend aus Leitzinsen und den Big3-Notenbank-Bilanzen

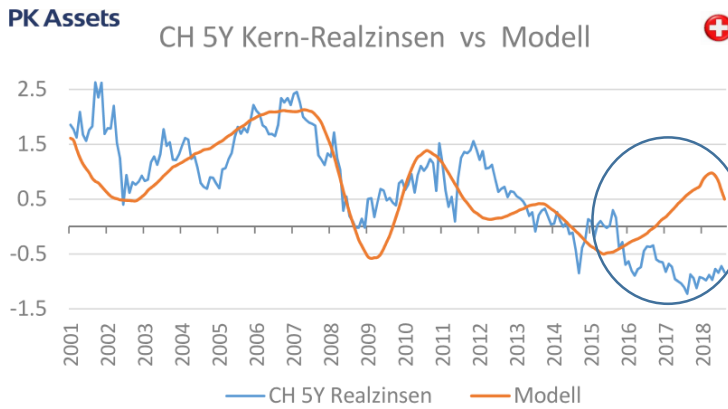
Die 3 wichtigsten Märkte für uns

...wir können aber die «absurd tiefen» Zinsen erklären



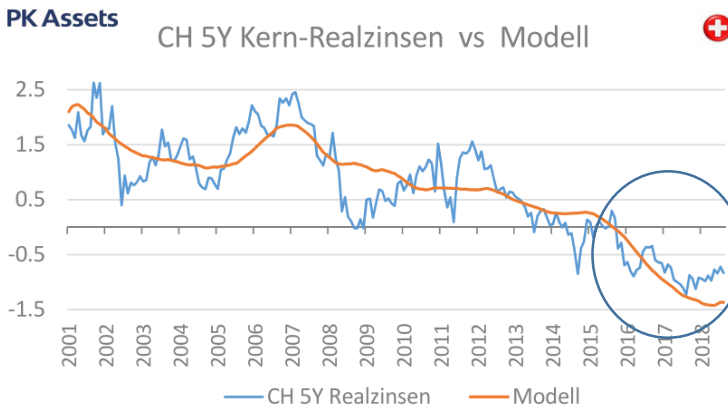
=

=



+

+



Beispiel CH: Ein stimmiges Bild von sogar rekord-tiefen Realzinsen

(hier: 5y-Eidgenossen minus Kerninflation)

«Konjunktur-Effekt»
Bestehend aus
Wirtschaftswachstum, Arbeitsmarkt,
Währung, Öl und Leading Indicators

«Notenbank-Effekt»
bestehend aus Leitzinsen und den
Big3-Notenbank-Bilanzen

USA:

- Basierend auf der Konjunktur wären die Realzinsen aktuell auf dem Stand vor der Krise 2008
- Seit 2014 tut sich ein Graben auf zwischen konjunkturell «richtigen» Realzinsen und effektiven «tiefen» Realzinsen
- Interessanterweise ist dieser Graben heute auf dem Höchststand, trotz Zinserhöhungen und QE-Rückführung
- Schuld sind die EZB und die BOJ, die weiter wie von Sinnen Geld geschaffen haben
- Aber in der Summe nimmt die monetäre Unterstützung seitens der Notenbanken ab

Eurozone:

- Die Realzinsen haben die wirtschaftliche Erholung nicht mitgemacht
- Zu dominant war die Kombination von entfesseltem Notenbank-QE –vor allem auch der EZB- und den realen Leitzinsen, die mit leicht steigender Teuerung immer weiter ins Bodenlosen fielen
- Und genau jetzt, bei nachlassender QE-Dynamik fällt das Wirtschaftswachstum in sich zusammen und zementiert die ultratiefen Realzinsen

CH:

- In der Schweiz ist die «Fehlbewertung» von Zinsen und Konjunktur besonders offensichtlich, trotz starkem –wenn auch zuletzt stabilem – CHF-Aussenwert
- Schuld auch hier die enorm tiefen realen Leitzinsen, die dank einem gewissen Wiedererstarken der Teuerung kräftig fielen auf nie gesehene Tiefststände

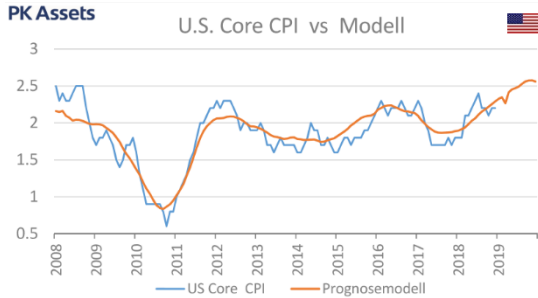
Generell:

- Glaubt man –wie wir- dass QE ein Einfluss auf die Bondmärkte hat, dann sind die aktuell tiefen Zinsen keineswegs irrational, sondern wohlbegründet
- Die Zinsen sind in dem Sinne nicht «zu tief» sondern manipuliert und bis zu einem gewissen Punkt von der aktuellen Konjunktur abgekoppelt
- Ob die Zinsen steigen oder nicht, dürfte von der **Kerninflation** abhängen, denn nur bei einem Überschreiten der Kerninflation von 2% kann an positive Leitzinsen in Europa und CH, bzw. von höheren Leitzinsen in den USA überhaupt gedacht werden

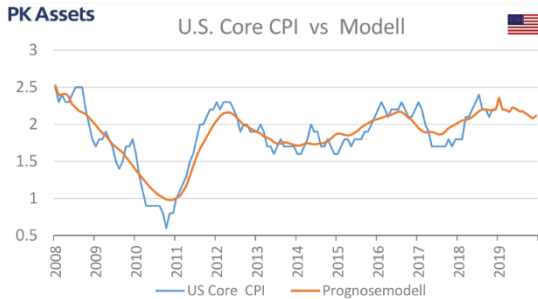
Die 3 wichtigsten Märkte für uns

Überschiesst die Kern-Inflation im 2009 die 2%-Marke?

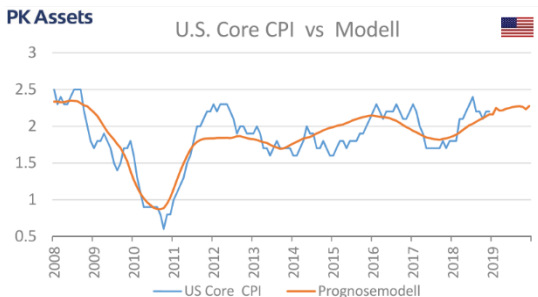
Wirtschaftswachstum, Output Gap, PMI



Arbeitsmarkt, Lohnentwicklung

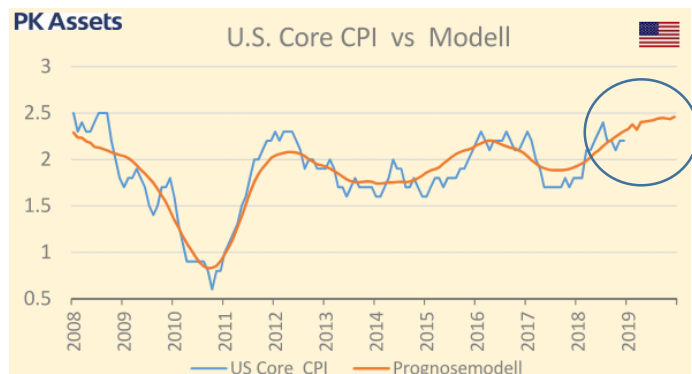


Financial Conditions, Credit Spreads



USA: Wir erwarten für 2019 stabile Inflation deutlich über 2%, keine Explosion

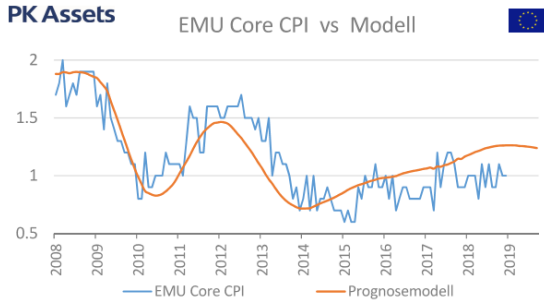
- Wirtschaftswachstum kann nicht prognostiziert werden, die Gesamtteuerung ebenfalls nicht (wegen der dominierenden Öl-Komponente), **Kernteuerung aber schon**, denn sie ist ein **Folge-Indikator**
- Weder Wachstum, Arbeitsmarkt, Financial Conditions und auch nicht das PPI sprechen für einen Ausbruch der Kernteuerung
- Aber keine der Indikatoren spricht für ein Abgleiten der Kernteuerung in den USA
- Weil die Kernteuerung je nach Komponente bis zu 2 Jahre zurück hinkt, wird noch ein Teil der bis anhin guten Konjunktur weiter in die Kerninflation hinein verarbeitet



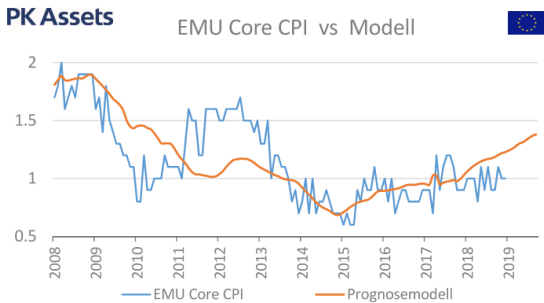
Die 3 wichtigsten Märkte für uns

Überschiesst die Kern-Inflation im 2009 die 2%-Marke?

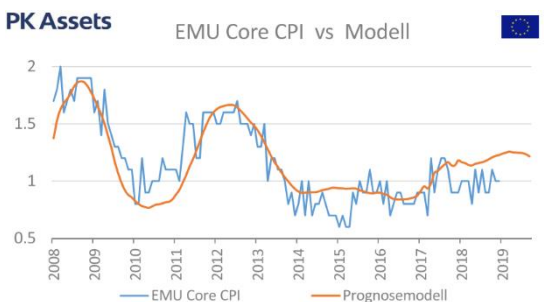
Wirtschaftswachstum, Output Gap



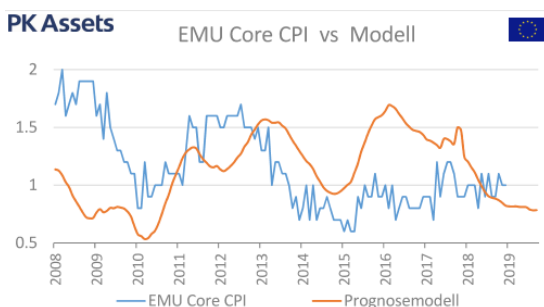
Arbeitsmarkt, Lohnentwicklung



PPI und CPI

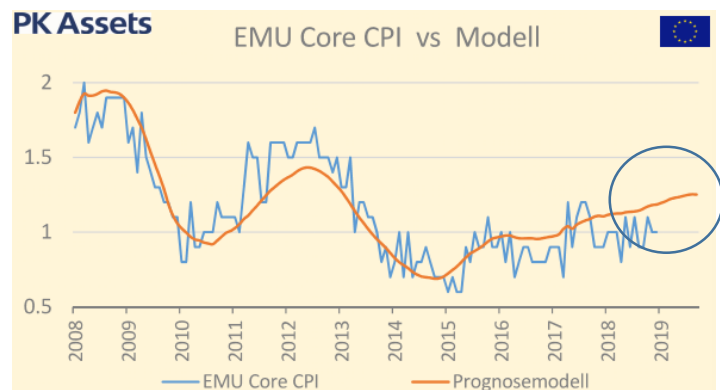


Währung



EUR: Wir erwarten für 2019 nur eine geringfügige Erhöhung der Kern-Inflation, weit weg von der 2%-Marke

- Die Konjunktur ist nicht stark genug für deutlich höhere Kerninflation, schon gar nicht für Kerninflation jenseits der 2%
- Der starke Aussenwert des Euro in den letzten 3 Jahren wirkt stark bremsend auf das, was sich angesichts der –bereits wieder abflauenden- Konjunktur entwickeln könnte
- Auch in der Pipeline besteht kein Blick für die kommenden Quartale

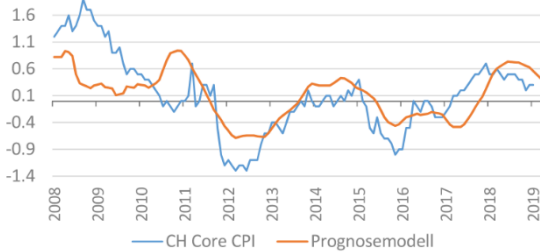


Steigende Kerninflation in 2019 in der CH?

Wirtschaftswachstum

PK Assets

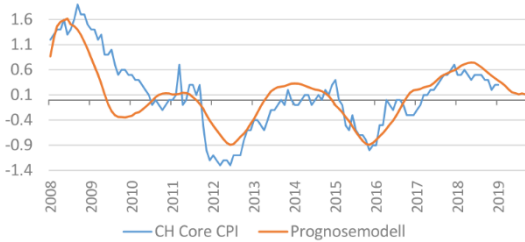
CH Core CPI vs Modell



PPI, CPI

PK Assets

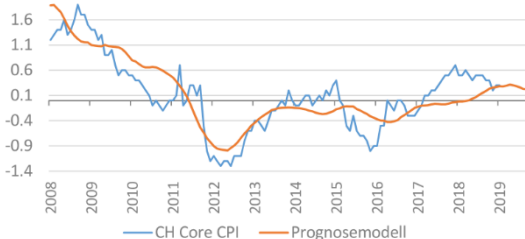
CH Core CPI vs Modell



Währung

PK Assets

CH Core CPI vs Modell

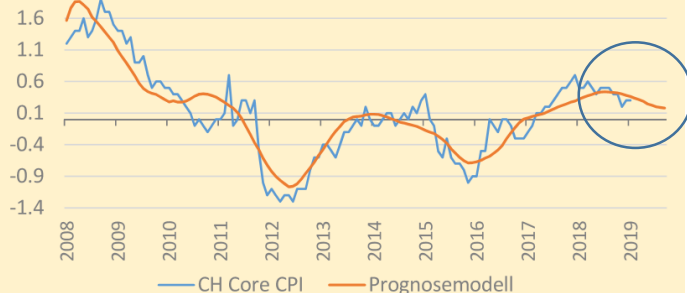


CH: Kein Thema

- 2% ist kein Thema, weil die SNB kein solches Ziel hat, und auch kein Thema, weil 2% sowieso ein ungewöhnlicher Wert darstellt
- Der starke Aussenwert des CHF in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres dürfte jeglichen Währungsinduzierten Impuls auf die Kerninflation ausmerzen
- Pipeline und Wachstum sind ebenfalls nicht stark genug um Kerninflation zu entfachen

PK Assets

CH Core CPI vs Modell



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