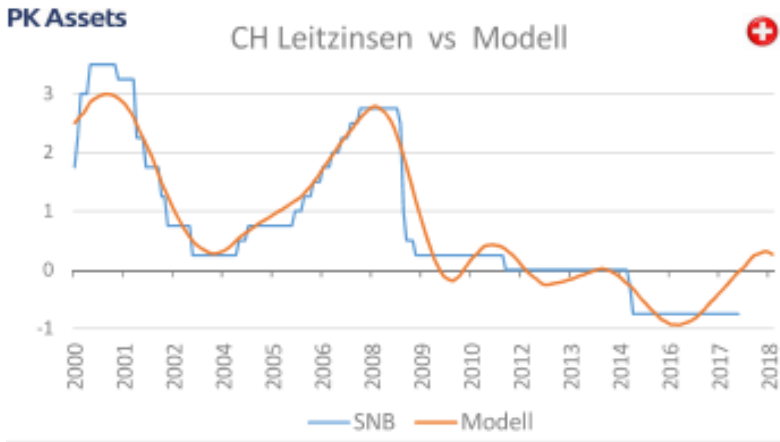


## Bondmärkte

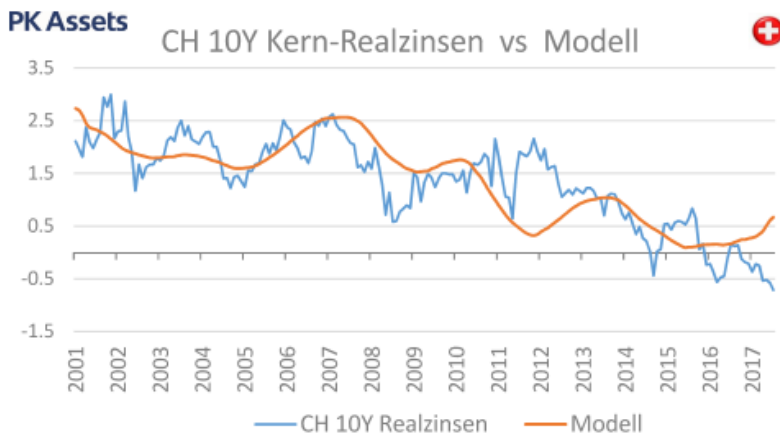
Was sagen unsere Modelle?

[www.pkassets.ch/marktanalysen](http://www.pkassets.ch/marktanalysen)



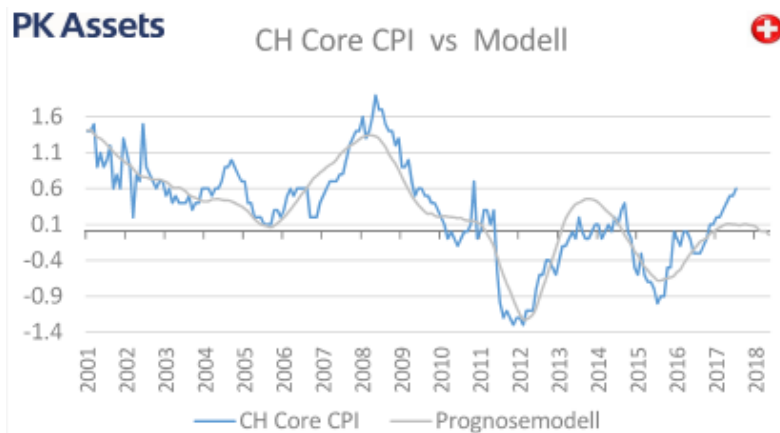
**Reaktionsfunktion der Notenbank**

Der Hauptfaktor, der die Bewertung weiterhin auf sehr tiefem Niveau festnagelt ist die NEER, der nominale Aussenwert des Schweizerfrankens, der 10 Jahre lang unnachgiebig aufgewertet hat und nach wie vor einiges an Anpassungsarbeiten benötigt um komplett absorbiert zu werden. Die REER – die reale Aussenwert spricht bereits für Leitzinsen auf Null, wie es auch das sehr bescheidene aktuelle BIP-Wachstum und der Konsum implizieren. Für deutlich höhere Leitzinsen spricht das Sentiment von Konsumenten, Produzenten, die effektive Ressourcenauslastung, und –sehr wichtig – die Teuerung (siehe unten), die Pipeline (PPI und Importpreise) als auch die Taylor-Regel, ein Indikator, der sich geradezu in einem Aufwärtsspur befindet.



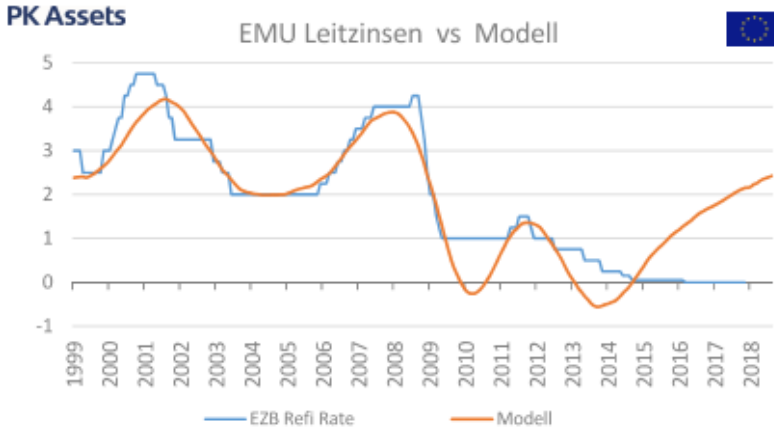
**10Y-Realzins**

Die Realzinsen sind deutlich zu tief. Es haben sich sowohl die Kernteuerung wie auch das Total CPI deutlich erholt und beide scheinen nachhaltig sich auf positivem Territorium festgesetzt zu haben. Die Zinsen blieben erstaunlich stabil auf negativem Niveau, was zu deutlich tieferen Realzinsen führte; viel zu tief für die Fundamentals: Nur gerade die NEER und der BIP-Wachstumstrend sorgen für verhaltene Bewertungen. Der Arbeitsmarkt, Leading Indicators und Ressourcenauslastung weisen auf deutlich höhere Realzinsen hin. Damit bleibt der Bondmarkt teuer, und ein Blick auf die Vorboten der Kernteuerung soll nun zeigen, ob dies punkto Inflation zu recht so ist oder nicht.



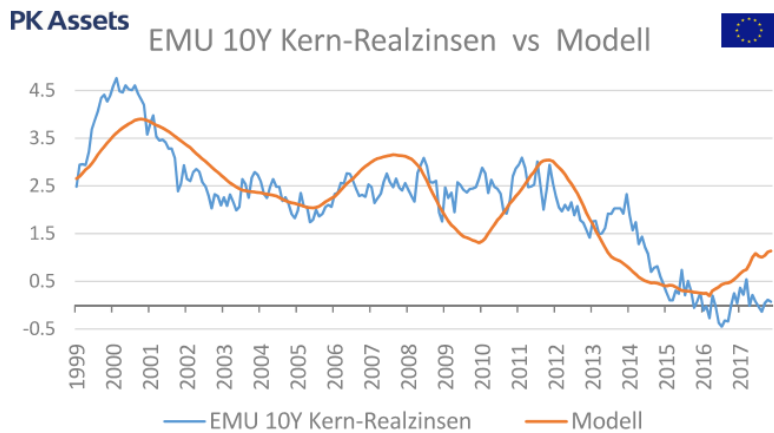
**Kernteuerung**

So stark die Erholung in der Teuerung ist, so wenig nachhaltig erscheint sie uns. Man darf nicht vergessen, seit 2011 ist der Index, der für diese Jahresveränderungen herangezogen wird um 2% gefallen; eine ungewöhnliche langjährige Entwicklung fürwahr. Wir befinden uns deshalb erst in der Findungsphase für einen Trendbruch oder Paradigma-Wechsel. In starkem Kontrast zu den Realzinsen sind es nicht die Niveau der Aktivität, sondern die Veränderung der Aktivität die bei der Kernteuerung den Takt angeben: Und diese ist zu schwach, sowohl bei Output Gap, REER, Arbeitsmarkt und Energiepreisen. Per Saldo erwarten wir deshalb keine Belebung in der Kernteuerung, im Gegenteil.



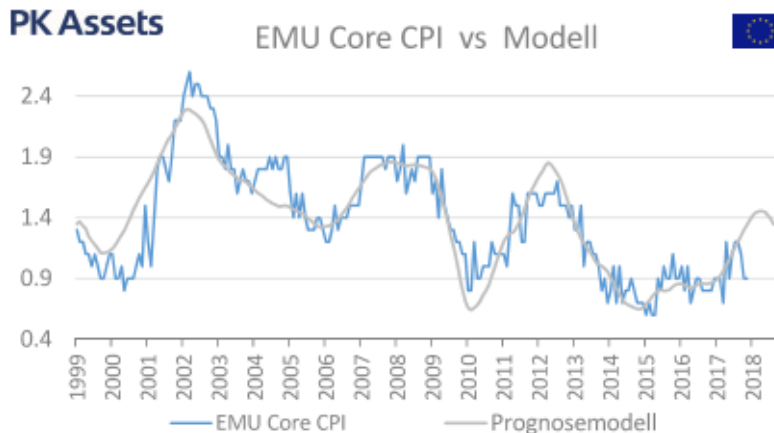
## Reaktionsfunktion der Notenbank

Alle Zeichen auf höhere Leitzinsen: Die Eurozone verfügt nur über einen einzigen Leitzins für alle inkriminierten Länder, deshalb haben wir in jedem Bereich, den wir anschauen, den Durchschnittswert genommen, u.z. für: Wachstum, Output Gap, Ressourcenauslastung, Sentiment, Konsum, Leading Indicator etc. Zugegeben, der Grad der Streuung ist nicht unwichtig, so ist denn auch unzweifelhaft der Leitzins so gesetzt, dass er dem schwächsten Glied der Kette – dem Süden- nicht die Luft zum Atmen nimmt. Der Bewertungs-Gap sieht jetzt allerdings grotesk aus, alle Modellbausteine stehen auf grün, lediglich die fehlende Kernteuerung steht noch auf rot.



## 10Y-Realzins

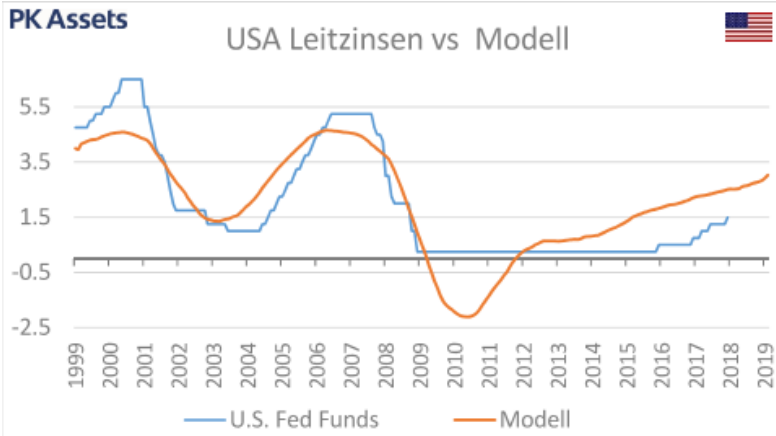
Die Realzinsen sind etwas dezenter bewertet, aber trotzdem deutlich zu teuer. Dass sie nicht als noch viel teurer angesehen werden müssen, ist zwei Modellbausteinen zu verdanken: Inflationserwartungen und Lohnwachstum. Alle anderen Faktoren – Output Gap, Ressourcenauslastung, Leading Indicators usw. sind extrem bullish.



## Kernteuerung

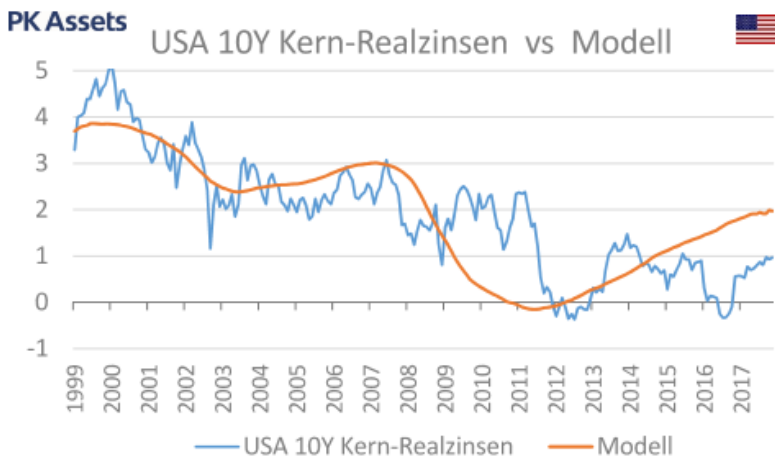
Auch hier in Europa wenig Kernteuerungs-Phantasie. Zu viele Modellbausteine sind am bremsen: PPI, Löhne, Geldmenge und die Währung sorgen für wenig Dynamik.

Damit kann man mit Blick auf den Schweizer Markt sagen: Teure Bondmärkte auch in Europa, die Deflation ist überwunden – wenn auch nicht mit einem starken Ansteigen gerechnet werden muss, die Anleihekäufe der EZB scheinen nach wie vor den Zinsmarkt zu deckeln, wir mögen den Markt nicht, erwarten aber auch keine Katastrophe.



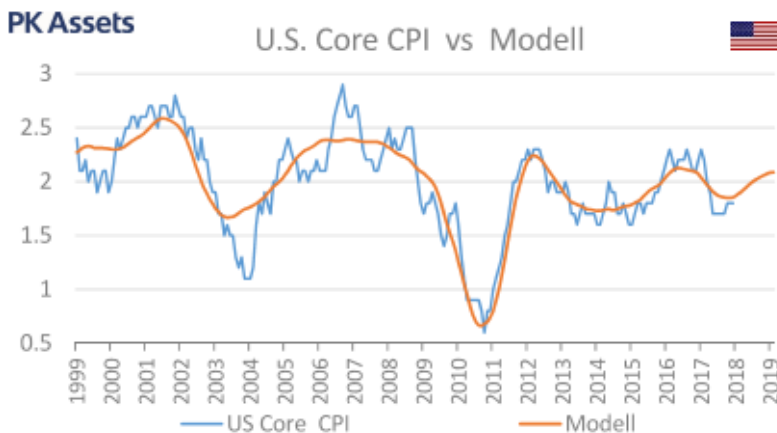
## Reaktionsfunktion der Notenbank

Auch hier: Alle Zeichen auf höhere Leitzinsen: Es sind insbesondere drei Bausteine, welche für einen kräftigen Nachholbedarf sprechen: Das Sentiment von Konsumenten und Produzenten, die deutlich tiefere Sparrate der Konsumenten sowie die Taylor-regel für die USA. Andere, wesentliche Bausteine wie Wirtschaftswachstum, Output Gap und Ressourcenauslastung sprechen für graduell höhere Leitzinsen. Alle Indikatoren aus der Inflationsecke, sei es realisierte Inflation wie Inflationserwartungen sprechen nicht für höhere Leitzinsen.



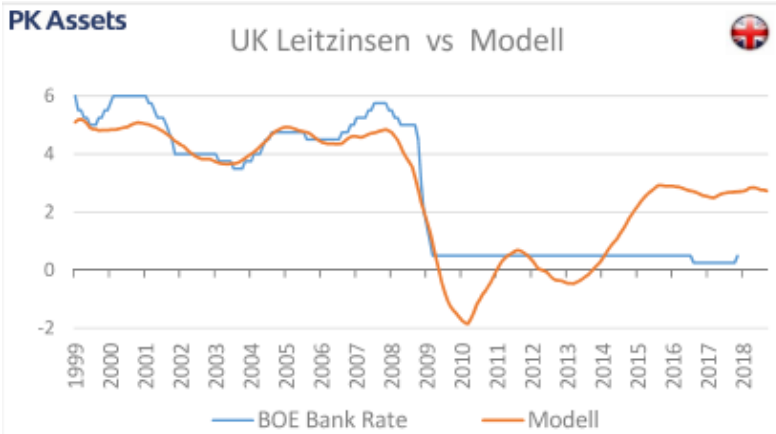
## 10Y-Realzins

Kein Zweifel, die Bonds sind zu teuer, wir haben keine Bausteine gefunden, die diese tiefen Bewertungslevels rechtfertigen. Alle Bausteine, Output Gap, Arbeitsmarkt, Löhne, Leading Indicators, Ressourcenauslastung sprechen für deutlich höhere Realzinsen Mit 2% gerechtfertigten Realzinsen gemäss unserem Modell, verglichen mit dem einen Prozent effektivem Realzins ist der Bondmarkt deutlich zu teuer.



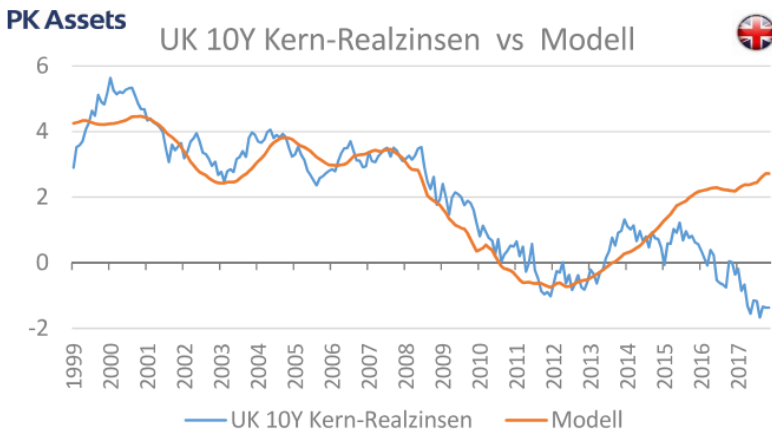
## Kernteuerung

Die Kernteuerung sollte wieder leicht anziehen, aber nicht allzu stark, zu tief scheint die Wachstumsdynamik, speziell der Trend in Wachstum und insbesondere Konsum, und – vor allem – in der Geldmenge M2. Die restlichen Indikatoren sprechen für deutlich höhere Kerninflation: Arbeitsmarkt, Sparrate, PPI, Commodities, Spreads und Importierte Inflation.



## Reaktionsfunktion der Notenbank

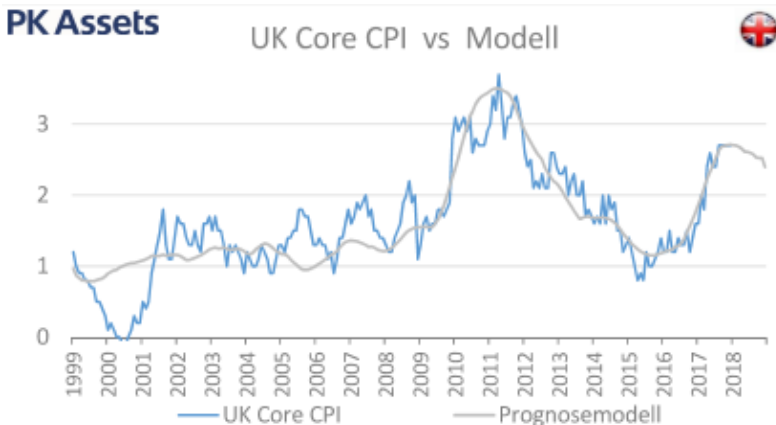
Brexit hin, Brexit her, die Leitzinsen plus das QE-Programm liegen quer im Bild der Wirtschaftszahlen. Sowohl der Output Gap, die Ressourcenauslastung und der Konsum fordern deutlich höhere Leitzinsen, BIP-Wachstum und Löhne etwas weniger höhere, lediglich das Sentiment und Häuserpreise sind am korrigieren, so dass das aktuelle tiefe Niveau der Leitzinsen nicht komplett grotesk aussieht



## 10Y-Realzins

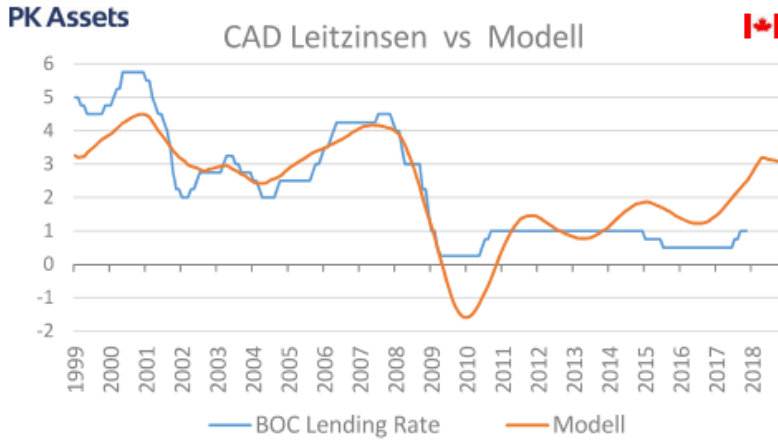
Geradezu grotesk aber der Bondmarkt in den UK. Statt den gemäss unserem Modell geforderten Realzinsen von 2+, bezahlt der Investor real massiv drauf.

Alle Bausteine, Output Gap, Ressourcenauslastung, Arbeitsmarkt, Leading Indicators stipulieren massiv höhere Realzinsen, sogar die Löhne bzw. das Lohnwachstum ist wesentlich besser als von den Realzinsen insinuiert.



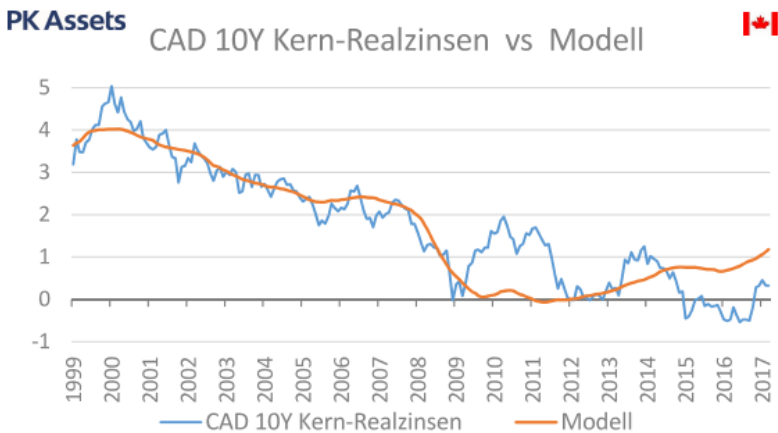
## Kernteuerung

Unser Modell sieht kein weiteres Ansteigen der Kerninflation, zu gering ist der Output Gap und die Wirkung der Pfund-Abwertung dürfte bald abklingen.



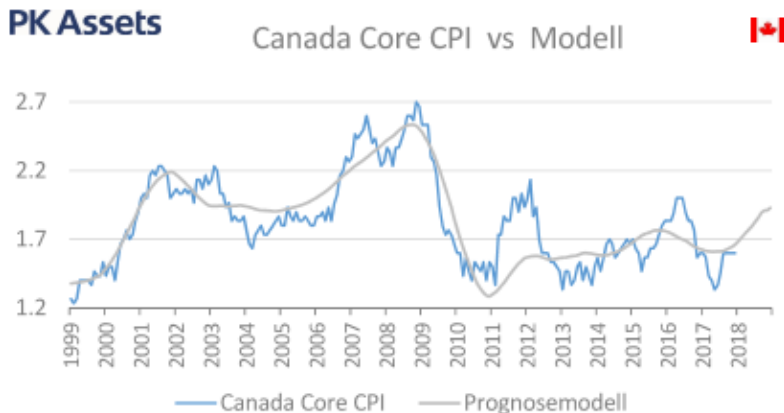
## Reaktionsfunktion der Notenbank

Die Kanadische Notenbank müsste nicht die Leitzinsen schauen, wenn Sie nur das aktuelle CPI und die Taylor-Regel ins Kalkül ziehen würde. Wenn sie jedoch das Wirtschaftswachstum, den Arbeitsmarkt, die Ressourcenauslastung, den Konsum und die Leading Indicator anschaut, dann verbleibt einiges an Manövriermasse, die Zinsen zu erhöhen.



## 10Y-Realzinsen

Ein langsamer Anstieg raus aus der Talsohle ist bei den Fundamentals für die Realzinsen in Kanada zu beobachten; der Output Gap gemäss IMF-Diktion und die Inflationserwartungen bremsen zwar noch, aber BIP, Arbeitsmarkt, Leading Indicators und Unit Labor Costs zeigen stark nach oben.

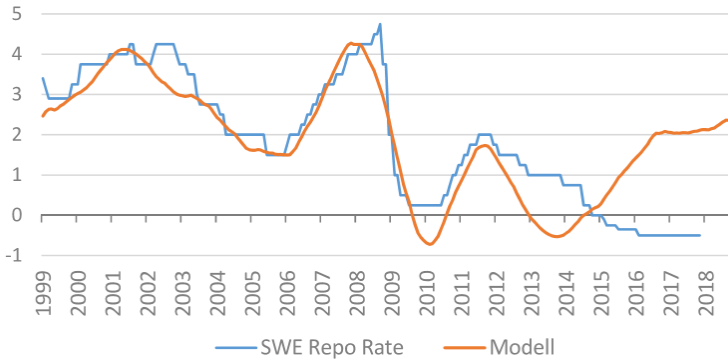


## Kernsteuerung

Die Deflation ist auch hier aus dem System. Es ist insbesondere der Arbeitsmarkt, der sich stark entwickelt, auch Wachstum und Output Gap zeigen –leicht- nach oben. Noch verhalten das Wachstum der Löhne und der Abbau des Slack, bei unseren Modellen verkörpert durch den kumulativen Output Gap.

## PK Assets

### Riksbank Leitzinsen vs Modell

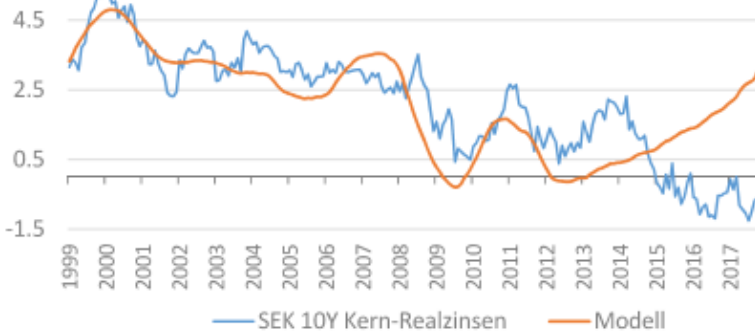


## Reaktionsfunktion der Notenbank

Schweden ist vielleicht der krassste Fall von Währungskrieg-Verzerrung zwischen fundamental gerechtfertigten und effektiven Leitzinsen, welcher durch das QE-Programm noch betont wird. Angesichts unserer Bausteine wie Output Gap, Ressourcenauslastung, Sentiment, Teuerung, Inflationserwartungen, Taylor-Regel etc sieht die Geldpolitik Schwedens grotesk aus. Lediglich die Korrektur auf dem Häusermarkt – ein Kollateralschaden der sinnfreien Geldpolitik- und das Lohnwachstum –ein Laggard allerdings – sprechen für Zurückhaltung seitens der Riksbank.

## PK Assets

### SEK 10Y Kern-Realzinsen vs Modell

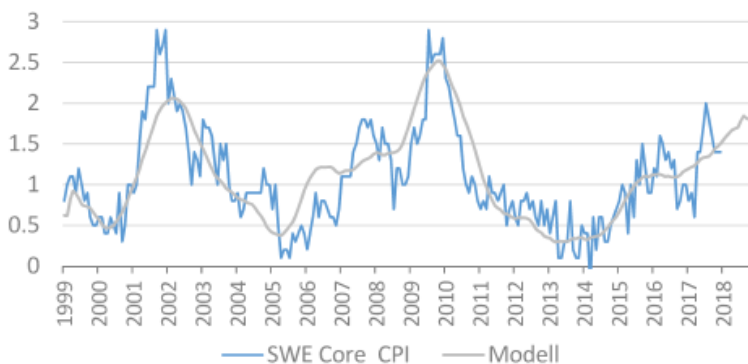


## 10Y-Realzins

Der Bondmarkt in Schweden ist jenseits von gesunden Proportionen, die mit unseren Modell-Bausteinen kompatibel wären: Output Gap, Arbeitsmarkt, Leading Indicators, Inflationserwartungen und insbesondere auch mit dem IFO-Indikator, dem Sentiment des Haupt-Abnahmemarktes für schwedische Produkte, Deutschland

## PK Assets

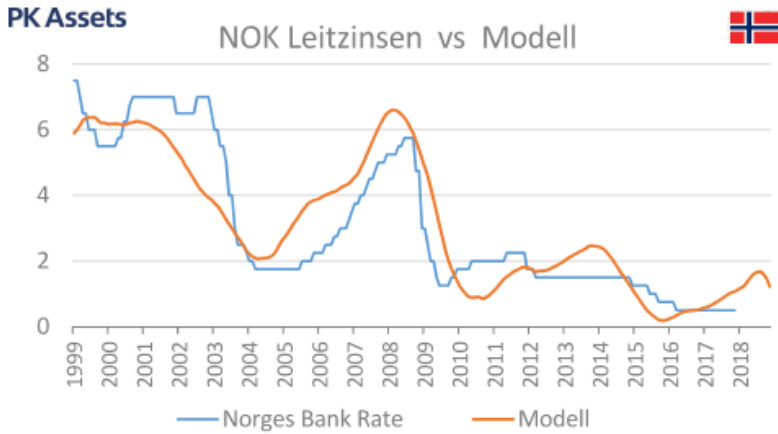
### SWE Core CPI vs Modell



## Kern-teuerung

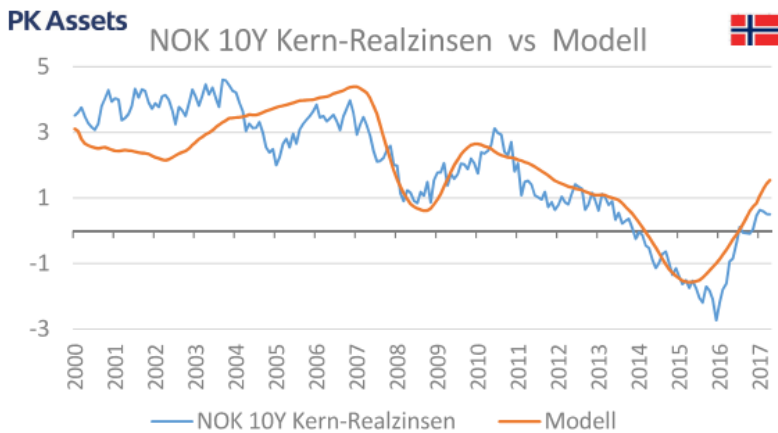
Der Aufwärtsdruck dürfte bereits vorüber sein. Keiner unserer Modellbausteine sorgt mehr für Aufwärtsdruck, weder die Währung, der Output Gap, PPI, Geldmenge noch Detailhandelsverkäufe. Die Dynamik sollte aber hoch genug sein, um ein Zurückgleiten der Kerninflation auf Niveaus von 2014 zu verhindern.





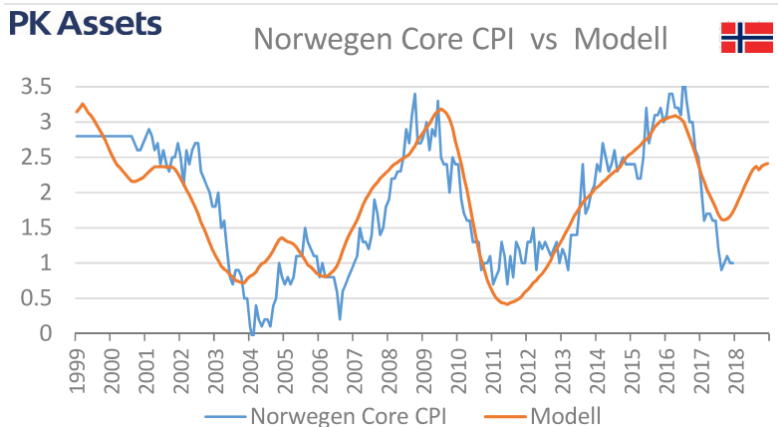
## Reaktionsfunktion der Notenbank

Nur eine leichte Leitzins-Phantasie in Norwegen, zu deutlich ist der BIP-Trend – obwohl die letzten Notierungen erfreulich sind. Was den Markt zusätzlich bewegt sind die Korrekturen im Häusermarkt. Arbeitsmarkt und Konsum sprechen für etwas höhere Leitzinsen, die Terms of Trade für deutlich höhere.



## 10Y-Realzins

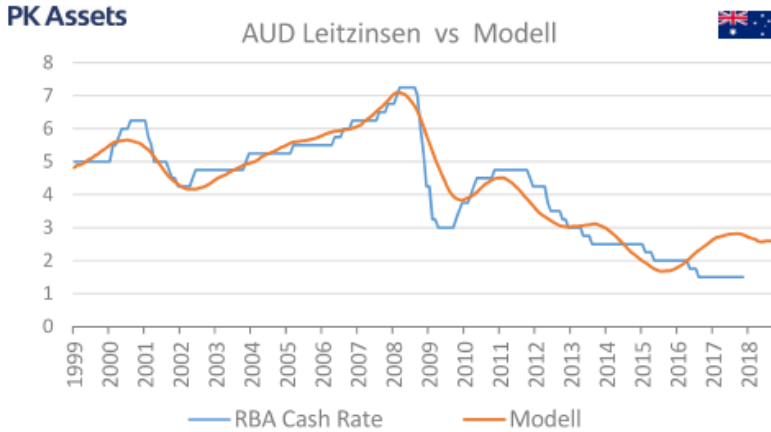
Zum verhaltenen Ausblick auf die Notenbank passt das Bild der Realzinsen, die zwar zu tief sind, aber bei einer geringen Fehlermarge. Zu tief ist die Kapazitätsauslastung noch, und China bleibt ein grosses Fragezeichen. Immerhin, das Öl und das Sentiment zeigen steil nach oben.



## Kernenteuerung

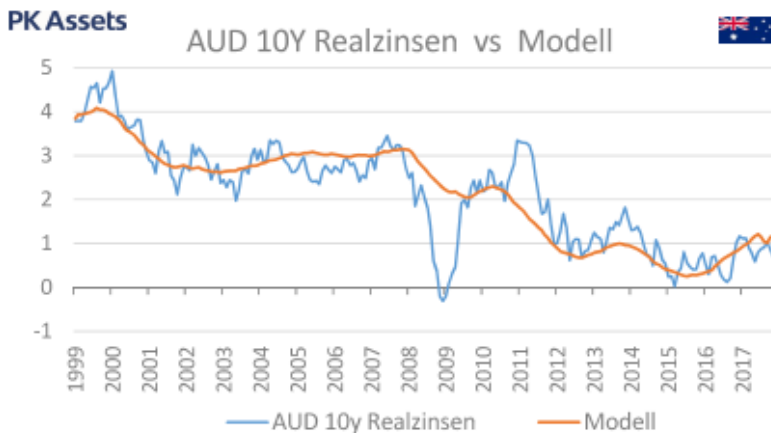
Reicht das alles um den Niedergang der Kernenteuerung zu stoppen? Wir glauben ja, müssen allerdings konzedieren, dass die Modellierung des norwegischen Kern-CPI Mühe macht. Der Einfluss der Währung ist komplex aber dominant. Der Arbeitsmarkt zeigt wie die Währung wieder etwas höhere Notierungen an.





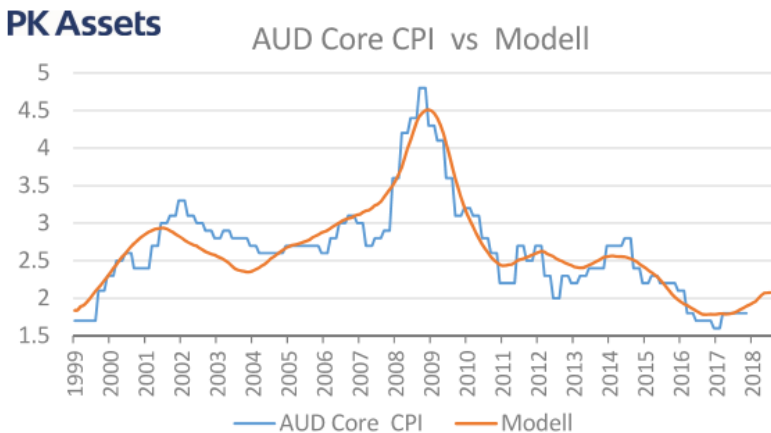
## Reaktionsfunktion der Notenbank

Wenig Leitzinsphantasie in Australien: Output Gap, CPI und Inflationserwartungen weisen keinerlei Dynamik auf. Dafür sorgen im Modell die Ressourcenauslastung, der Arbeitsmarkt und das Sentiment für höhere fundamentale Leitzinsen, das Bild aus China ist gemischt.



## 10Y-Realzins

Auch der Bondmarkt ist verglichen zu anderen Ländern durchaus nicht teuer, zu sehr drücken der Output Gap und die Leading Indicators runter, allerdings verbessert sich der Arbeitsmarkt und das Sentiment laufend



## Kernteuerung

Kaum Belebung auch in der Kernteuerung, weder der Output Gap noch die Geldmengenentwicklung sieht höhere Notierungen vor. Öl und der Arbeitsmarkt sind die Bausteine, die höhere Kernteuerungen anzeigen.

Wir freuen uns auf Ihr Feedback auf [j.lutz@pkassets.ch](mailto:j.lutz@pkassets.ch)