

PK Assets

Wie attraktiv sind die Bondmärkte?

Teil I: Inflation

www.pkassets.ch/marktanalysen

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

«In his January 2017 press conference, ECB President Mario Draghi set out a series of conditions that would need to be met before the Bank would scale back its stimulus: The pick-up in inflation would have to occur over the medium term; be durable, not transient; be self-sustaining and continue without extraordinary policy support; and it would need to occur throughout the eurozone as a whole»

Capital Economics 2/2017

Kern-Inflation ist ein Mosaikstein unserer Bewertung der Bondmärkte

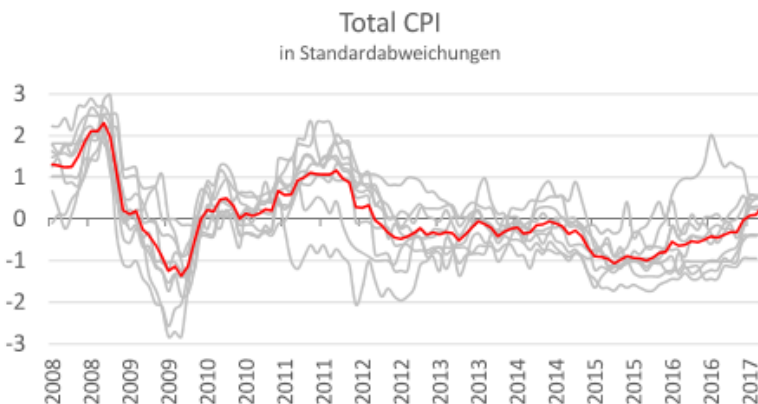
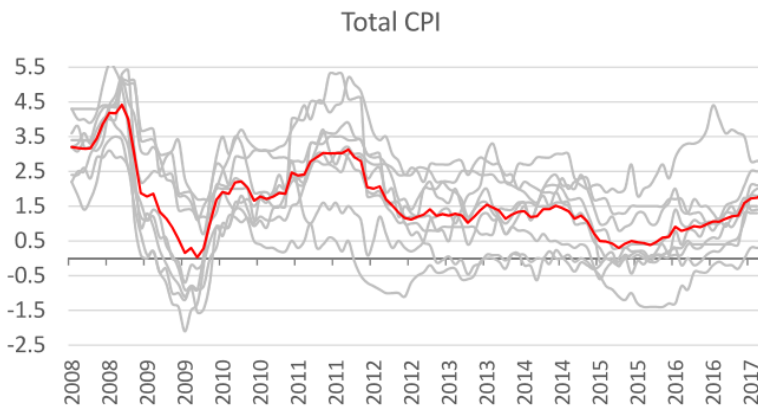
Es ist ein wichtiger Mosaikstein, aber nicht der einzige, und er
ist überaus differenziert zu beurteilen

Es werden weitere Publikationen in dieser Gesamtanalyse folgen:

- Realzinsen
- Notenbanken

Wir hoffen, die folgenden Ausführungen treffen auf Ihr geschätztes
Interesse

Inflation scheint zurück zu kehren!...

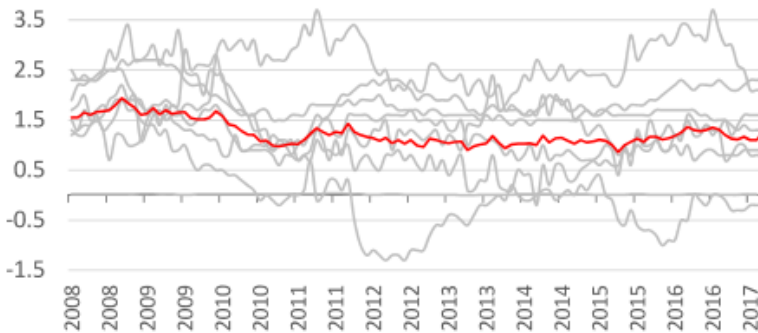


Die Teuerung belebt sich etwas

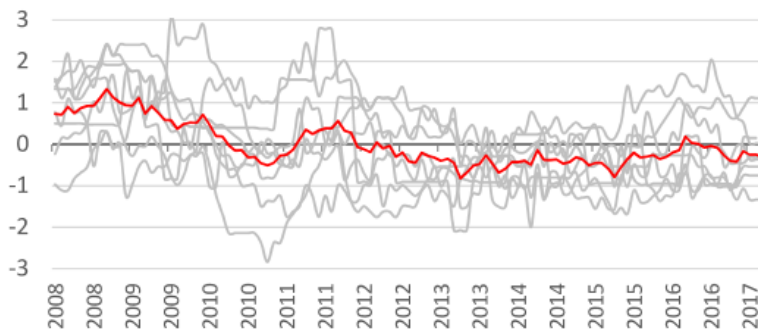
- Wir schauen uns folgende Länder an: USA, EU, CH, UK, CAN, AUS, NZ, NO, SWE sowie den ungewichteten Durchschnitt (rot)
- Jedes Land hat seine Besonderheiten, weshalb wir bei allen Ländern eine Skalentransformation machen, um die Bewegungen zwischen den Ländern besser vergleichbar zu machen
- Es ist tatsächlich ein **gewisser Anstieg der Teuerung** zu beobachten
- Dieser Anstieg ist **relativ homogen**, wie uns die Darstellung auf Basis von Standardabweichungen zeigt
- Alle beobachteten Währungen haben jetzt eine positive Teuerung
- Nicht überall ist der Anstieg gleich stark
- Wir befinden uns **nur leicht über dem Durchschnitt seit 2008!**
- **Auf dieser Basis wären die Bondmärkte zunehmend unattraktiv**

...aber (noch)
nicht auf Stufe
Kernteuerung!

Core CPI



Core CPI
in Standardabweichungen



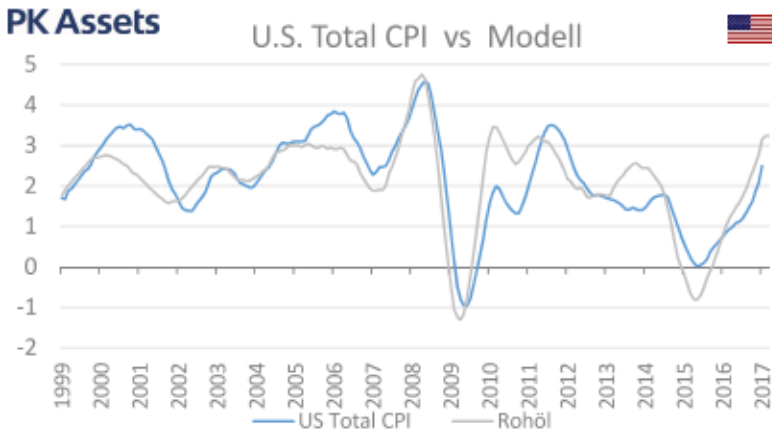
Trendlos...

...aber auch: Deflation war
seit der Finanzkrise nie ein
Thema

- Wir schauen uns folgende Länder an: USA, EU, CH, UK, CAN, NO, SWE sowie den ungewichteten Durchschnitt (rot)
- Jedes Land hat seine Besonderheiten, weshalb wir bei allen Ländern eine Skalentransformation machen, um die Bewegungen zwischen den Ländern besser vergleichbar zu machen
- Es ist **kein Anstieg der Teuerung** zu beobachten
- Es ist auch kein allgemeingültiger Trend zu beobachten
- Deflation auf Stufe Kernteuerung war nie ein Thema, wenn man die CH ausklammert
- Wir befinden uns leicht **unter dem Durchschnitt seit 2008!**
- **Auf dieser Basis wären die Bondmärkte fundamental gut abgestützt**

Wie funktionieren die Teuerungsmasse?

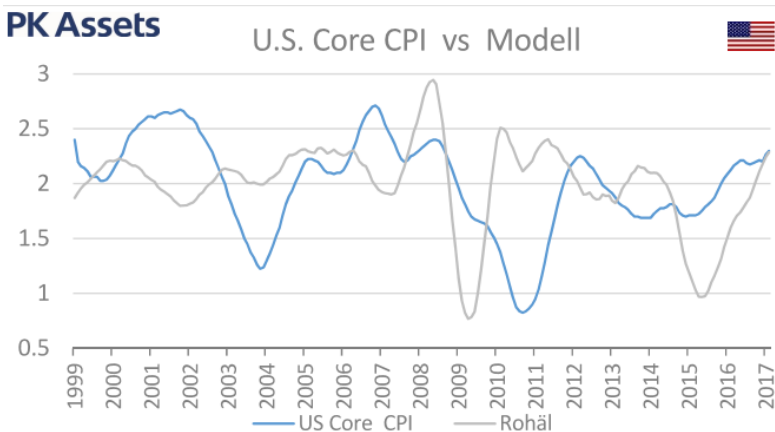
Total CPI =
«heute»
Core CPI =
«vorgestern»



Beispiel U.S. Teuerung und
Ölpreis:

Im Total-CPI fließt die
Änderung des Rohölpreises
fast unmittelbar in das
Inflationsmass

- Und nicht nur das: Rohöl dominiert das CPI-Mass durch seine Wichtigkeit und Volatilität fast komplett
- Damit ist die Korrelation zwischen Öl und Total CPI extrem hoch

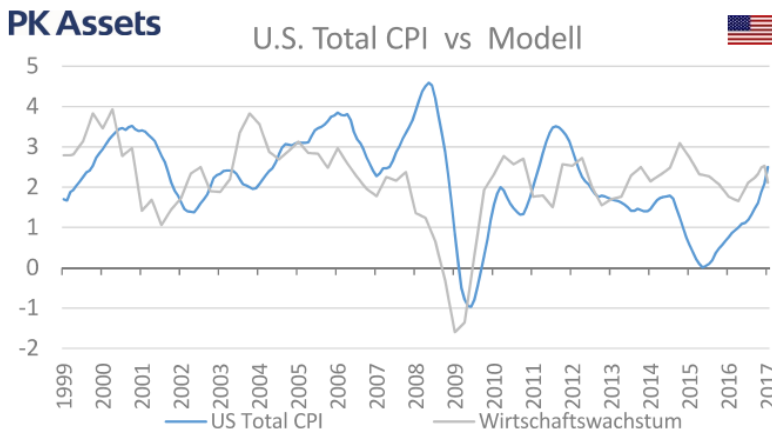


Im Kern-CPI wirkt sich der
Ölpreis ebenfalls aus, aber mit
starker zeitlicher Verzögerung
und weniger Macht

- Die Verzögerung ist etwa 18 Monate!
- Hier im Core-CPI sind andere Einflussfaktoren ebenso wichtig: Währung, Wirtschaftswachstum, Importpreise, Konsum etc

Wie funktionieren die Teuerungsmasse?

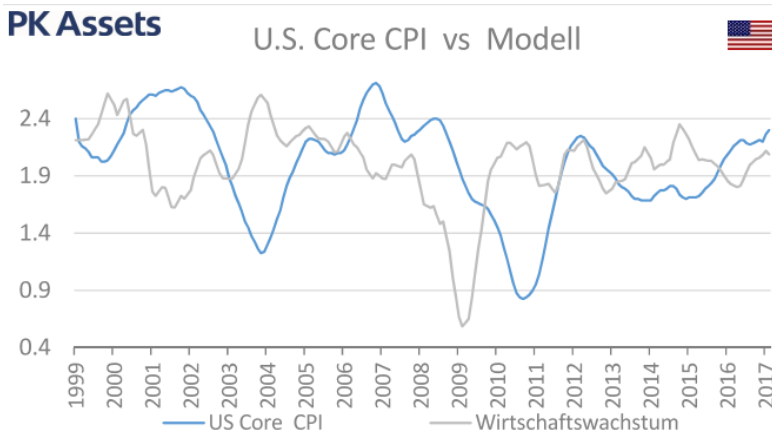
Total CPI =
«heute»
Core CPI =
«vorgestern»



Beispiel U.S. Teuerung und **Wirtschaftswachstum**:

Das Total-CPI reagiert mit kurzer Verzögerung auf Änderungen in der Konjunktur

- Der Zusammenhang ist signifikant, die zeitliche Verzögerung bei ca. 4 Monaten im Schnitt
- In unserem Modell wird der Output Gap allerdings speziell vom Ölpreis dominiert, der sich nicht (nur) von der U.S.-Konjunktur leiten lässt



Das Kern-CPI reagiert mit fast 2 Jahre Verzögerung auf Änderungen in der Konjunktur!!

- Dafür ist hier die Korrelation sehr sehr hoch, speziell zur BIP-Komponente Konsum

Wie funktionieren die Teuerungsmasse?

Das muss man wissen punkto «Inflation»:

Das Total-CPI kann nicht prognostiziert werden!!

- Denn es ist abhängig insbesondere vom Ölpreis und von Währungsschwankungen
- Es sei denn, Ölpreis und Währungen können zuverlässig prognostiziert werden, wir glauben dies aber nicht
- Wer eine «Meinung» zu Öl hat, hat automatisch eine Meinung zum Total CPI (und zu den Inflationserwartungen)

Die Kernteuerung kann relativ zuverlässig prognostiziert werden!!

- Zumal sie ein «Laggard» ist, ein Nachfolgefaktor
- Hier sind zusätzliche Faktoren am Werk, die im Total-CPI vom Ölpreis dominiert werden

«Total-CPI» und «Core-CPI» sind zwei komplett verschiedene Konzepte

- Das eine ist «ÖI», das andere ist «Output Gap», das eine ist unmittelbar, das andere ist verzögert

Spätestens seit Greenspan ist die Kernteuerung (scheinbar) beruhigt

- Durch das besessene Mikromanagement mittels der Geldpolitik sind die Konjunkturzyklen flacher geworden, damit auch die Teuerungszyklen
- Wir glauben fest daran, dass ein Mikromanagement der Konjunktur durch die Notenbanken fast zwangsläufig ein Monster gebiert, nämlich das Hochzüchten eines Tail-Risk, wie es sich beispielsweise im 2008 entladen hat

Wer wegen Trump's angekündigter Fiskaloffensive auf höhere Kerninflation schliesst muss Geduld beweisen

- Wir bezweifeln dass die Kerninflation unmittelbar reagieren wird und glauben, dass der signifikante Reaktionsabstand auch in diesem Fall Bestand hat

Die Notenbank, die ihre Zinssetzung auf Kerninflation basiert muss wissen, dass sie mit massiven zeitlichen Gaps arbeiten muss

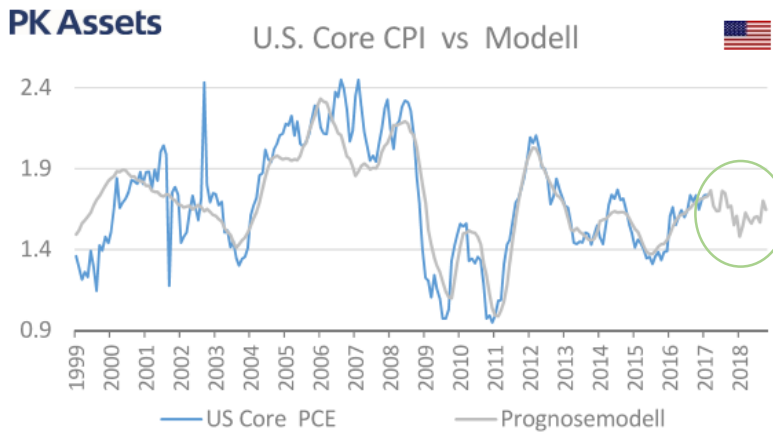
- Die Kerninflation von heute ist die Konjunktur von Vorgestern

Prognose der Kern-Inflation

(Folgende Länder publizieren Kerninflation: USA, EMU, CH, UK, CAN, SWE)



USA: Kein Anstieg der Kernteuerung in den nächsten Quartalen



Das liegt in der Eigenheit des Inflationsmasses begründet

Der Prognosehorizont des Modells umfasst 18 Monate, die Hauptvariablen sind Wirtschaftswachstum, Konsum, Commodities, Output Gap, Importpreise, PMI und Währung

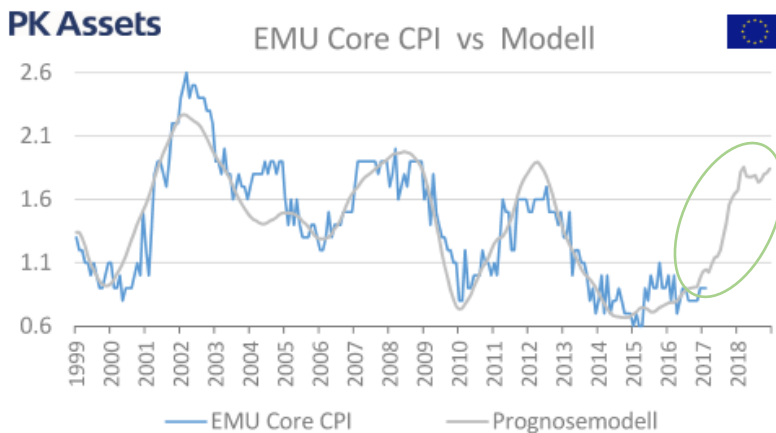
- Die Kerninflation **reagiert extrem träge auf die Konjunktur**: Der Lag auf die Konjunktur ist bei etwa 2 Jahren!
- D.h. eine Beschleunigung der Konjunktur über Trumponomics würde sich frühestens Ende 2018 belebend auf die Kerninflation auswirken
- Bei Währung und Importpreisen ist der zeitliche Reaktions-Abstand geringer, aber da der **USD eher zur Stärke** tendiert ist hier nicht mit einer Inflations-überraschung nach oben zu rechnen

Das bedeutet:

- Die Kernteuerung ist kaum ein Grund für einen massiven Bärmarkt in den Zinsen
- Diese Modellaussagen lassen etwas Zweifel bezüglich eines starken Leitzinszyklus aufkommen
- **Aber: Das heisst nicht, dass Inflation nicht kommt, aber wohl kaum in den nächsten Quartalen**



EMU: Anstieg der Kernteuerung in den nächsten Quartalen



Alle Indikatoren zeigen rauf:

Der Prognosehorizont des Modells umfasst 12 Monate, die Hauptvariablen sind Währung, Commodities, PPI, Arbeitsmarkt und Leading Indicators

- Sowohl Währungseinflüsse, Commodities, Energie und der Arbeitsmarkt deuten auf höhere Kerninflation
- Während Commodities und insbesondere Energie sich innerhalb 3 Quartale in die Kernteuerung hinein arbeiten, ist der Reaktionsabstand zur Konjunktur deutlich länger, wie im amerikanischen CPIX-Mass
- Innerhalb des Prognosehorizonts sehen wir zwar höhere Kerninflation, jedoch nicht auf dem kritischen Niveau von 2%

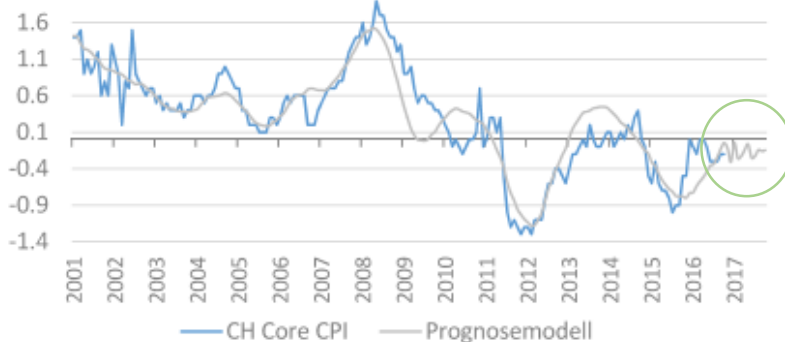
Das bedeutet:

- Steigende Kerninflation macht den Bondmarkt *ceteris paribus* unattraktiver
- Der implizierte Anstieg ist signifikant, auch wenn das kritische Level von 2% nicht im Blickpunkt ist

CH: Keine Kraft

PK Assets

CH Core CPI vs Modell



Commodity-Rebound reicht nicht

Der Prognosehorizont des Modells umfasst 12 Monate, die Hauptvariablen sind Währung, Commodities, PPI und Arbeitsmarkt

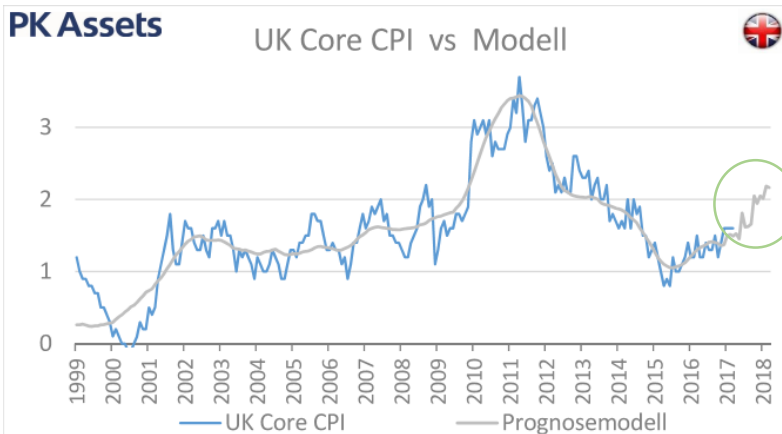
- Fast die Hälfte des Modells besteht aus Wahrungseinflüssen, diese arbeiten konstant gegen Inflation
- Auch der Arbeitsmarkt ist nicht stark genug, um Inflation zu entfachen, ganz im Gegenteil
- Commodities und PPI steigen, aber die Realwirtschaft scheint nicht stark genug für ein Durchreichen an die Konsumentenstufe

Das bedeutet:

- Die ausbleibende Kernteuerung dürfte für wenig Zinsdruck sorgen
- Sollte die EZB den steigenden Kerninflationstrend in der Eurozone als Anlass nehmen, das Tapering zu reduzieren, dann besteht für die SNB keine Veranlassung, ebenfalls an der Zinsschraube zu drehen (immer aus der isolierten Sicht der Kerninflation)



UK: Auftrieb in der Kernteuerung



Trotz (oder gerade wegen) Brexit geht's rauf

Der Prognosehorizont des Modells umfasst 12 Monate, die Hauptvariablen sind Währung, Commodities, PPI und Output Gap

- Mehr als die Hälfte des Modells besteht aus Wahrungseinflussen, diese arbeiten konstant und noch für längere Zeit für höhere Inflation
- Dieser Faktor des Brexit (fallender Aussenwert des GBP) dürfte für geraume Zeit den sekundären Faktor des Brexit (fallender Output Gap) überkompensieren
- Der Output Gap gemäss IMF ist bereits sehr tief, d.h. die Wirtschaft ist bereits unter Potential
- Auch Commodities und PPI steigen, umso mehr als sie mit teuren Devisen bezahlt werden müssen

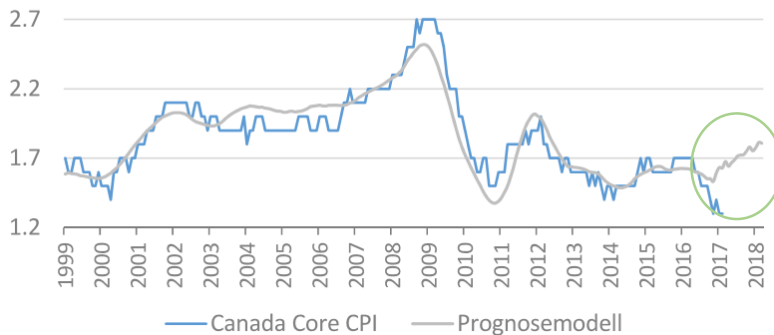
Das bedeutet:

- Steigende Kerninflation macht den Bondmarkt *ceteris paribus* unattraktiver
- Der implizierte Anstieg ist signifikant
- Wir gehen davon aus, dass dieser Anstieg in der Kernteuerung vom erwarteten Output Gap durch den Brexit mfr. nicht umgekehrt wird

CAN: Leichter Auftrieb in der Kernteuerung

PK Assets

Canada Core CPI vs Modell



(sehr) Moderater Rebound erwartet

Der Prognosehorizont des Modells umfasst 12 Monate, die Hauptvariablen sind Währung, Commodities, PPI, Häuserpreise, Arbeitsmarkt, BIP und Output Gap

- Der CAD hat sich gefangen und konsolidiert und bietet damit keinen Grund für grosse Veränderung in der Kerninflation
- Das Bottoming Out in den Agri-Preisen dürfte für einen Stop der fallenden Kernteuerung führen
- Wachstum, Arbeitsmarkt und Output Gap sind nicht besonders stark, sprechen aber ebenfalls nicht mehr für fallende Kerninflation

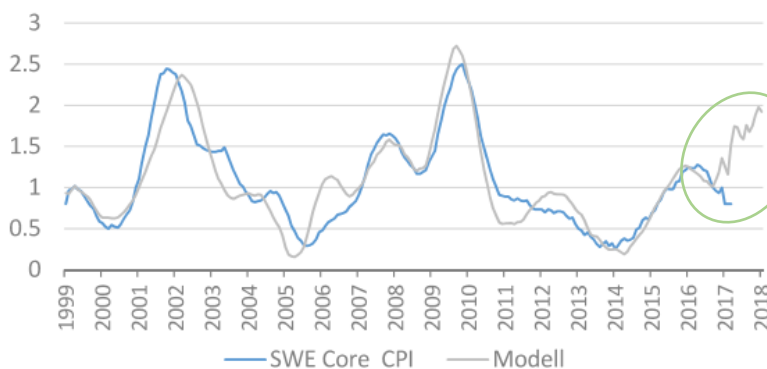
Das bedeutet:

- Kaum Einfluss auf die Bondpreise, da die Korrektur nur sehr moderat ausfallen dürfte

SWE: Deutlicher Auftrieb in der Kernteuerung

PK Assets

SWE Core CPI vs Modell



Alle Zeichen deuten auf höhere Kernteuerung!

Der Prognosehorizont des Modells umfasst 12 Monate, die Hauptvariablen sind Währung, Commodities, PPI, Arbeitsmarkt, BIP und Output Gap

- Die lange schwache Krone wirkt bald belebend
- Das PPI und die Commodities haben gedreht
- Die Geldmenge wirkt mit langer Verzögerung belebend
- Der Output Gap ist deutlich inflationär

Das bedeutet:

- Steigende Kerninflation macht den Bondmarkt *ceteris paribus* unattraktiver
- Der implizierte Anstieg ist signifikant

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