

PK Assets

Makrodaten:

Check-Liste:

Sind wir in einer
Zinswende?...und
brauchen wir eine?

www.pkassets.ch/marktanalysen

PK Assets AG Egglirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen

+41 (0)44 787 80 20 www.pkassets.ch

Mögest du in interessanten Zeiten leben

Alter chinesischer Fluch

Welches sind die mittelfristigen Trends in der Zinswelt?

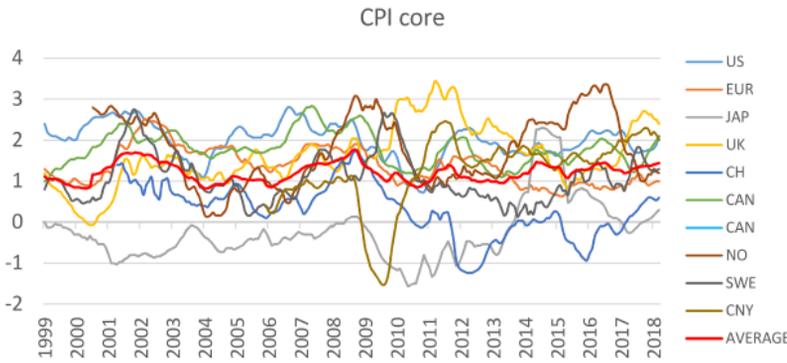
- *Wir vergleichen nicht die nominellen Zahlen, sondern wir führen bei den Makrozahlen eine Skalentransformation durch*
- *Mit einer Skalentransformation destilliert man aus dem Zahlensalat die Bewegung in Standardabweichungen heraus*
- *Damit erhält man ein Destillat, welches die Ländervergleiche viel plastischer macht und generelle Aussagen zulässt*
- *Denn jedes Land hat seine Eigenheiten, welche normalerweise Vergleiche schwierig macht*
- *Wir berücksichtigen (wo Daten vorhanden): USA, Eurozone, Japan, UK, CH, Canada, Australien, Norwegen, Schweden, China*
- *Wir interessieren uns für den generellen Trend: Wir schauen auf den ungewichteten Durchschnitt und darauf ob er repräsentativ ist für das Sample*

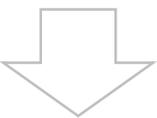
Uns interessiert vor allem

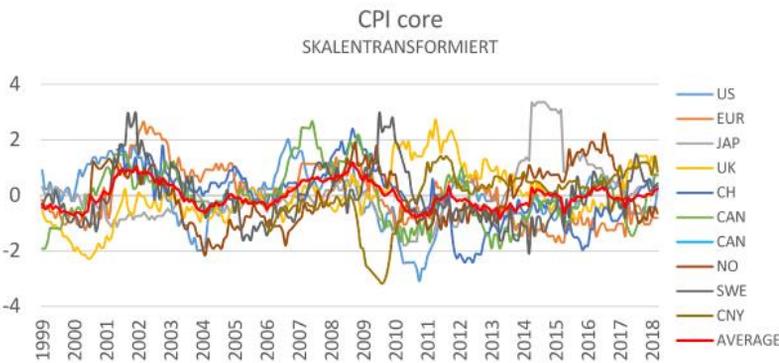
1. Sind wir aktuell tatsächlich in einer Zinswende?
2. Wäre eine Zinswende mit den Fundamentals gerechtfertigt?
3. Gibt es eine Fehlbewertung in den globalen Zinsmärkten?

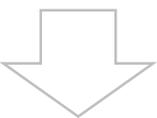
Inflationswende?

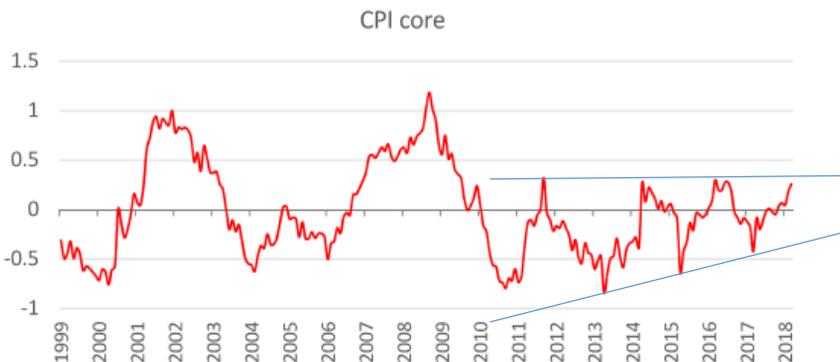
(sehr) Vorsichtiges: Ja
der Trend geht rauf



SKALEN  TRANSFORMATION



DURCH  SCHNITT

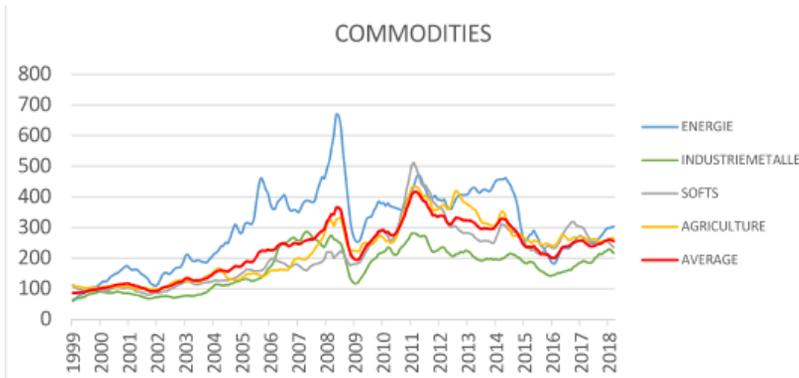


Wenig Korrelation = Wenig
generell gültiges

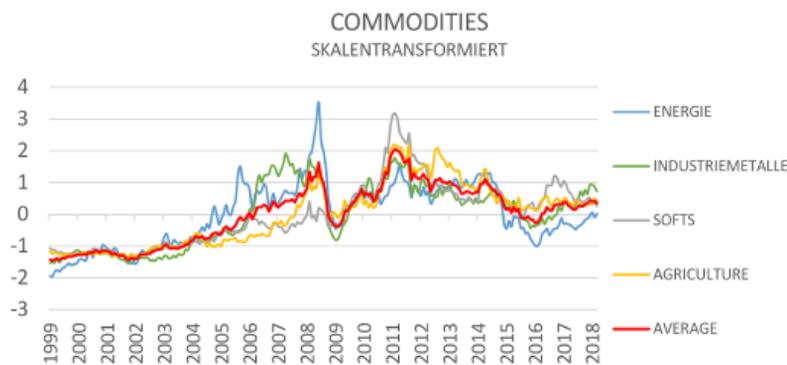
- Kernteuerung ist die Gesamtteuerung ex Energie und Lebensmittel, nicht alle Länder veröffentlichen brauchbares Datenmaterial
- Auch die Kondensation mittels Skalentransformation bietet relativ wenig Einheitlichkeit in den Bewegungen der verschiedenen Länder
- Immerhin: Der Durchschnitt zeigt eine Abfolge von höheren Zwischentiefst, ohne aber dass die Zwischenhöchst ebenfalls ansteigen
- Somit können wir nicht mit gutem Gewissen von einem Aufwärtstrend sprechen
- Aber es könnte sich sehr wohl einer herausbilden

Steigt die Teuerung?

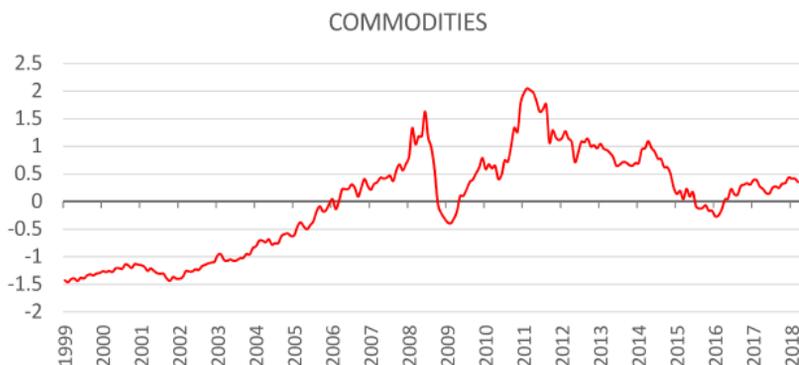
Commodities: Bodenbildung



SKALEN TRANSFORMATION



DURCH SCHNITT



Zaghafte Erholung

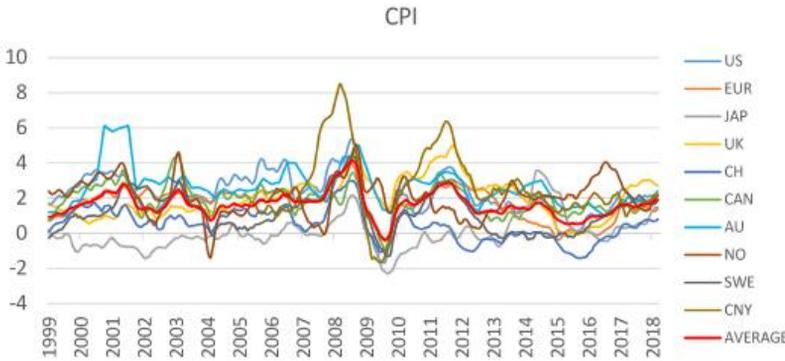
- Wir schauen auf die wichtigsten Komponenten der Commodities
- Die Kondensation mittels Skalentransformation bietet eine Verbesserung der Vergleichbarkeit der verschiedenen Komponenten der Commodity-Indizes
- Der lange Bärmarkt seit 2011 scheint vorbei, immerhin hat der Markt eine Bodenbildung gemacht
- Gute Commodity-Märkte in Late-Cycles sind nichts ungewöhnliches

Steigt die Teuerung?

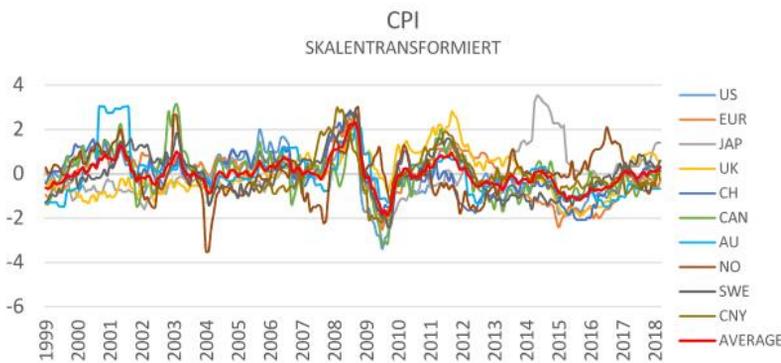
Total CPI:

Rauf zum langen Durchschnitt

Eine leichte Belebung des CPI kann beobachtet werden



SKALEN TRANSFORMATION



DURCH SCHNITT

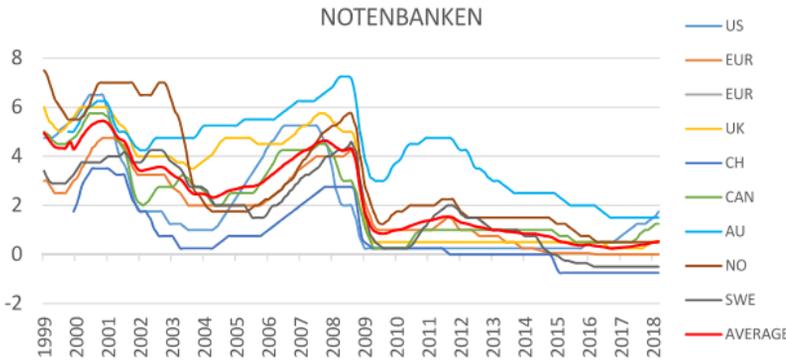


- Die Teuerungsverläufe sind weniger korreliert als die Zinsmärkte, aber es kann immer noch mit einigen Einschränkungen von einem generellen Trend gesprochen werden
- Die Deflation/Disinflation wurde aus dem System gepresst
- Mit ultratiefen Zinsen, neuen Finanzexperimenten wie QE und Helikoptergeld wurde die (vermeintliche?) Deflationsgefahr gebannt
- Die Teuerung auf Total-CPI-Stufe wird von Energiepreisen dominiert, die zwar auch aber nicht überwiegend von der Konjunktur bestimmt werden
- Darum schauen wir ebenfalls auf die Kerninflation

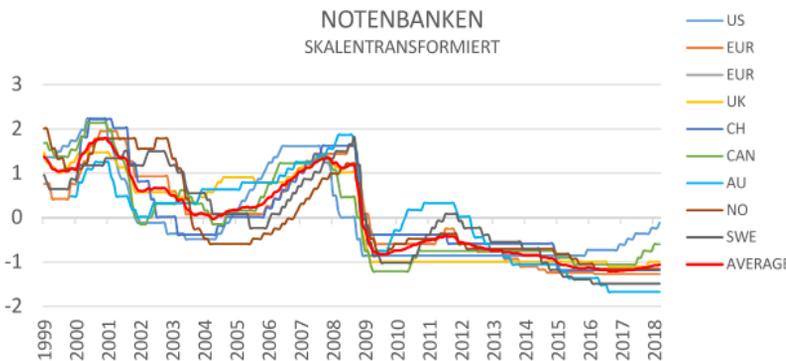
Zinswende?

Vollzieht sich eine Zinswende?

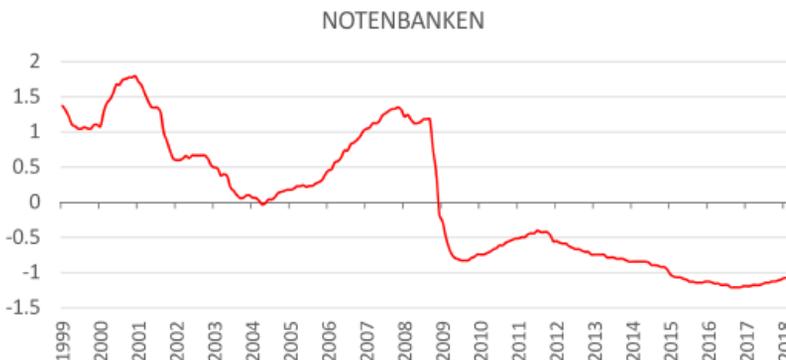
Notenbanken: Zinswende ist anders



SKALEN TRANSFORMATION



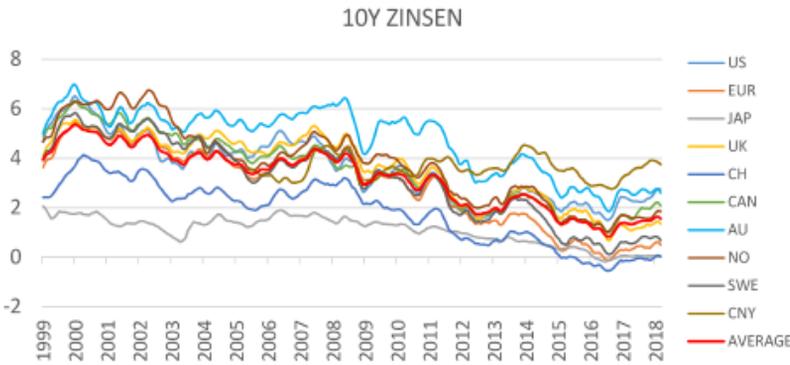
DURCH SCHNITT



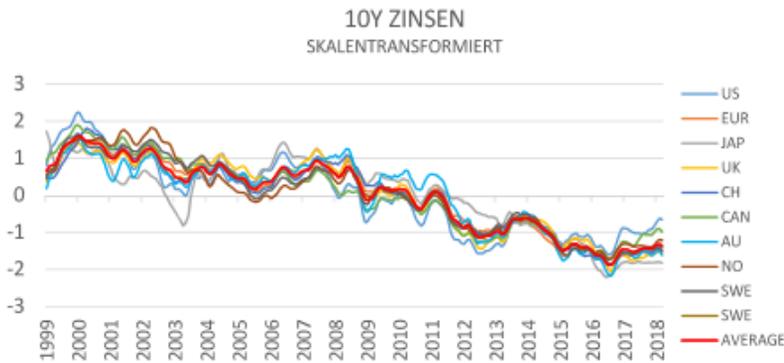
Nur gerade zwei Notenbanken haben erste Schritte eingeleitet

- Die Skalentransformation liefert brauchbare Vergleichswerte und zeigt, wie erstaunlich gleichgerichtet Verläufe in verschiedensten Länder sind
- USA und Kanada haben die Zinsen erhöht
- Der Rest verharrt auf absoluten Tiefst
- Die Finanzkrise hat die Notenbanken synchronisiert und seither tobt ein Währungskrieg der Notenbanken
- Die meisten Notenbanken sind immer noch tiefer als eine Standardabweichung unter dem Mittel seit 1999
- Man kann sich fragen: Wird die EZB und mit ihr der Rattenschwanz von Nordeuropa und CH überhaupt noch etwas machen vor der nächsten Rezession?

Boden gefunden, aber keine Trendumkehr



SKALEN TRANSFORMATION

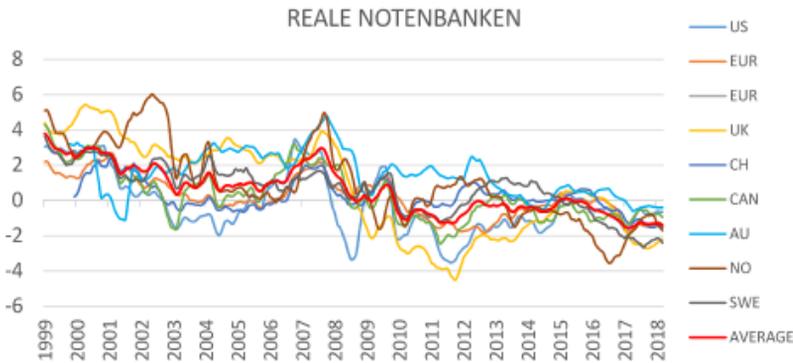


DURCH SCHNITT

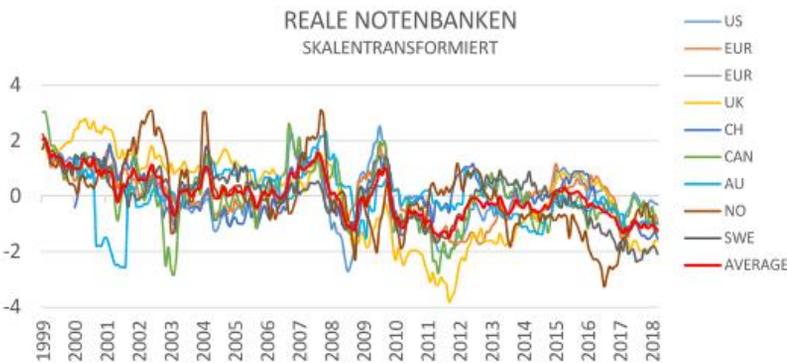


Nur die Übertreibungen von 2016/17 korrigiert, mehr nicht

- Wir schauen die Bondzinsen im 10-Jahresbereich an
- Die Skalentransformation liefert brauchbare Vergleichswerte und zeigt, wie erstaunlich gleichgerichtet Verläufe in verschiedensten Länder sind
- Schaut man die Zinsen an oben links, dann unterschätzt man die unglaubliche Gleichförmigkeit der Bewegungen, die man mit einer Skalentransformation destillieren kann (Chart Mitte)
- Das Gros der Zinsen verharrt 1.5 Standardabweichungen unter dem Mittel der Zeitperiode seit 1999
- Es gibt kein starkes Momentum zu höheren Zinsen, noch sind wir tiefer als unter dem tiefst von 2012, der hohen Zeit der Euro-Schuldenkrise



SKALEN TRANSFORMATION



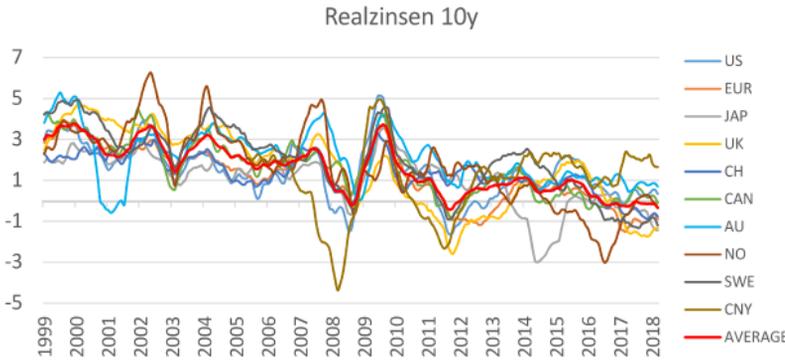
DURCH SCHNITT



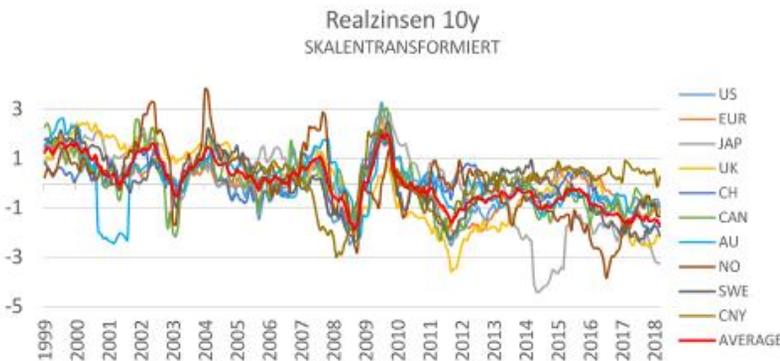
Keine Zinswende, im Gegenteil

- Wir schauen die Leitzinsen nach Abzug der Gesamtteuerung an
- Im Durchschnitt kompensieren die Notenbanken die gestiegene Teuerung nicht, im Gegenteil
- Seit 2016 ist ein Trend immer billigeren Geldes erkennbar, der die realen Leitzinsen zum Tiefst von 2011/2012 geführt hat
- Die realen Leitzinsen sind im Schnitt auf Niveaus wie 2008 vor Lehman, bzw. 2012 inmitten der Euro-Finanzkrise

Reale 10-Jahreszinsen: Abwärts!!!



SKALEN TRANSFORMATION



DURCH SCHNITT



Keine Zinswende, im Gegenteil

- Wir schauen die Realzinsen nach Abzug der Gesamtteuerung an
- Die Skalentransformation liefert hier leider kaum brauchbare Vergleichswerte, womit nicht von einem generell gültigen Trend gesprochen werden kann
- Im Durchschnitt kompensieren die Kapitalmarktzinsen die gestiegene Teuerung nicht, im Gegenteil
- Seit 2016 ist ein Trend immer tieferer Realzinsen erkennbar, der die realen Leitzinsen zu den Tiefst von 2011/2012 und gar 2008/09 geführt hat

Zinswende? Was für eine Zinswende?

Die Zinswende ist eine Schimäre:

- Nominalzinsen von Notenbank und Kapitalmarkt haben lediglich die grössten Übertreibungen korrigiert

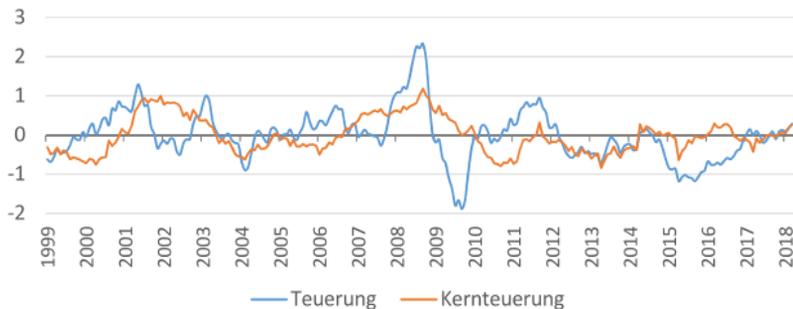
- Das Wachstum beider Teuerungsmasse ist wieder auf durchschnittliche historische Werte zurückgekehrt

- Den Investor/Sparer interessieren Realzinsen, diese sind so tief wie nie zuvor!

NOMINALZINSEN



TEUERUNG



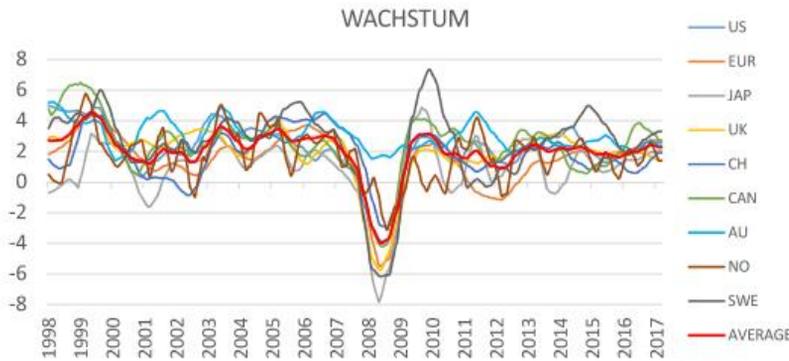
REALZINSEN



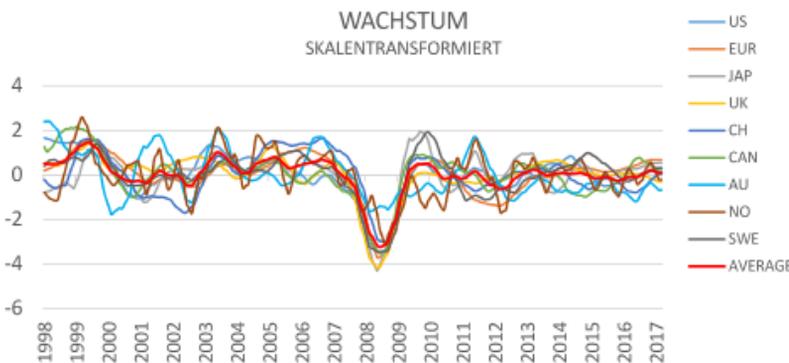
Wäre eine Zinswende fundamental
angesagt?

Bausteine für «Wirtschaftskraft»

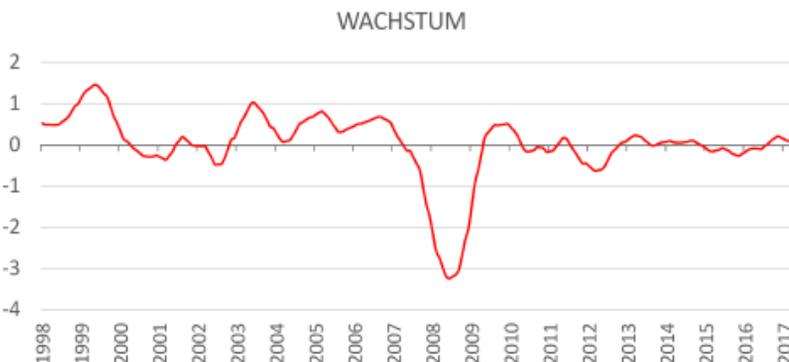
Wieder im langen Durchschnitt



SKALEN TRANSFORMATION



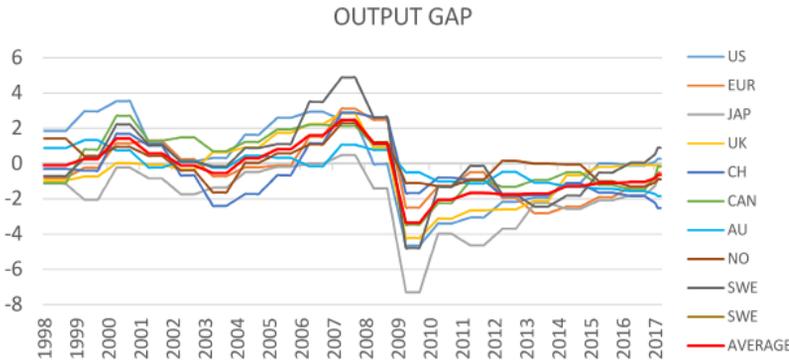
DURCH SCHNITT



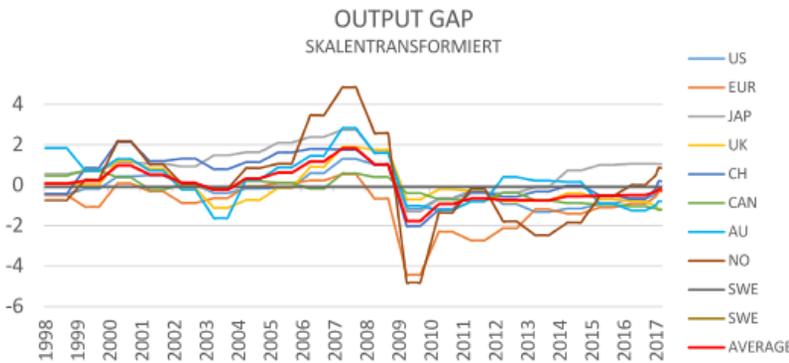
Gut, aber nicht überschäumend

- Reales Wachstum ist die zweifellos wichtigste Variable die es zu beachten gilt
- Die Skalentransformation liefert brauchbare Vergleichswerte und zeigt, wie erstaunlich gleichgerichtet Verläufe in verschiedensten Länder sind
- Das aktuelle Wachstum ist im Bereich des langen Durchschnitts
- D.h. die Diskussion eines «Säkularen Niedergangs» des Wachstums ist in den Hintergrund getreten
- Aber: Was wenn die Ultra-expansive Geldpolitik normalisiert wird?
- Bedeutet der Umstand, dass das Wachstum mit Geldpolitik-Unterstützung nicht höher ist, dass das **Potentialwachstum gefallen** ist?

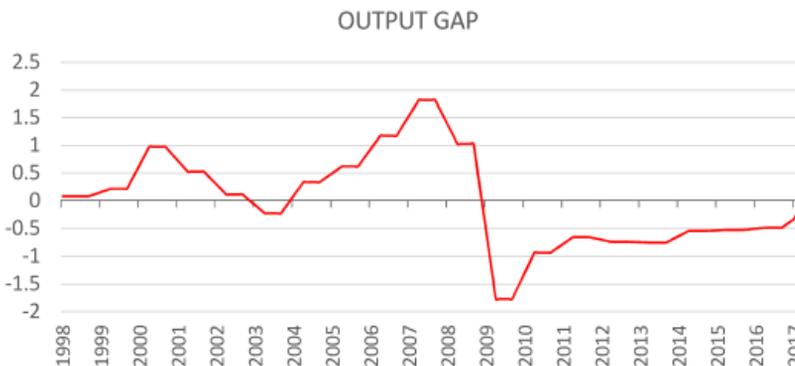
b) Output Gap: Wachstum vs. Benchmark stark



SKALEN TRANSFORMATION



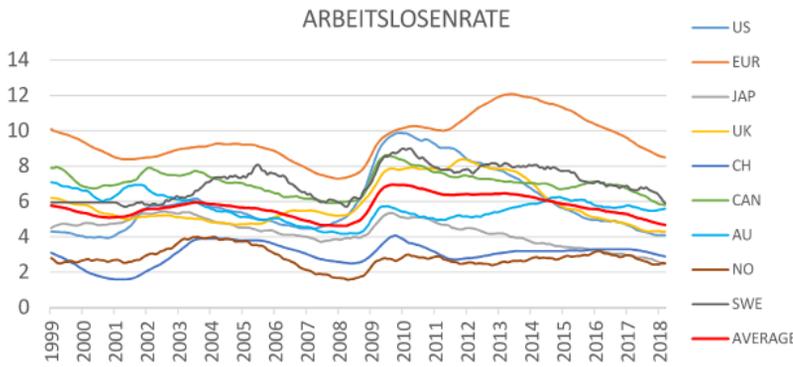
DURCH SCHNITT



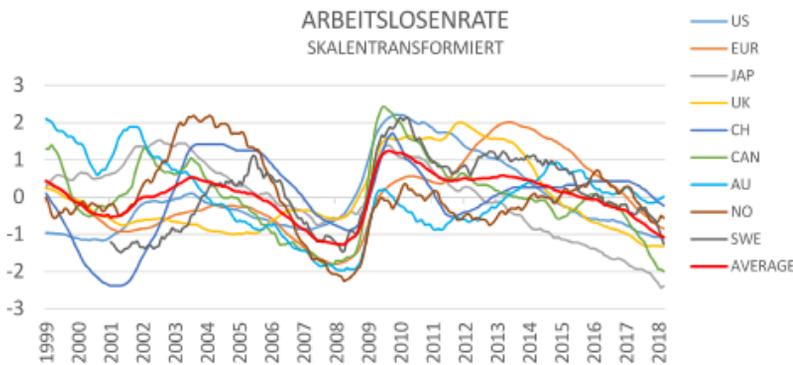
An der Schwelle zur Ausschöpfung des Potentials

- Output Gap ist ein ökonomisches Konzept, welches das aktuelle Wachstum gegen einen Benchmark (Potentialwachstum) vergleicht
- Ist das Potentialwachstum bei 1%, dann ist ein Wirtschaftswachstum von 2% besser als eines bei einem Potentialwachstum von 5%
- Wir verwenden die Output Gaps des IMF. Wir sind allerdings nicht übermäßig glücklich mit den Datenreihen, bringen sie doch wenig Mehrwert zu den Arbeitslosenraten
- Der Output Gap hat sich gut erholt und kratzt an der Schwelle zur Null, was bedeutet, dass die Wirtschaftstätigkeit etwa in der Höhe des Potentialwachstums ist
- Damit ist das Wachstum wesentlich **besser als sein Ruf**

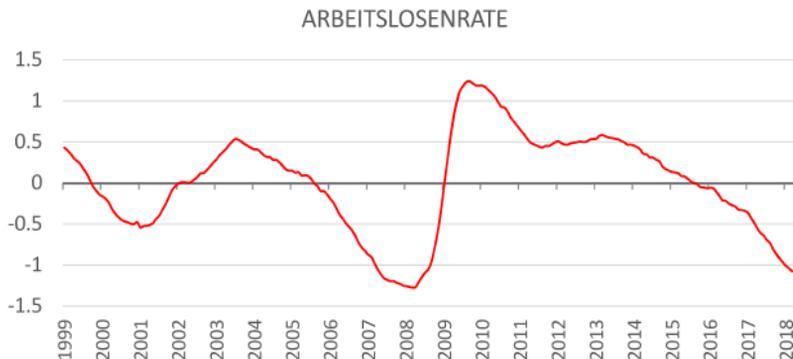
c) Arbeitslosenrate: Boom



SKALEN TRANSFORMATION



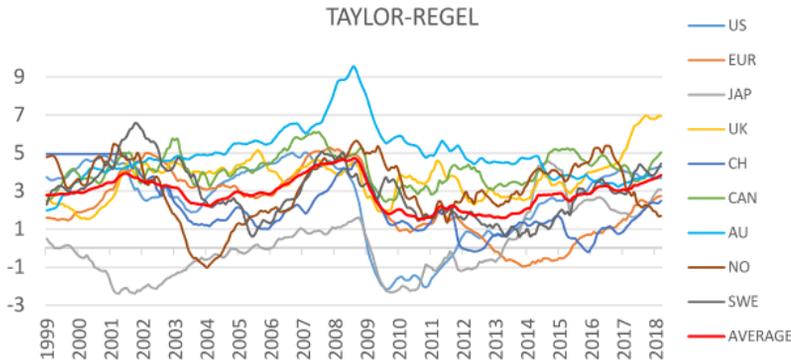
DURCH SCHNITT



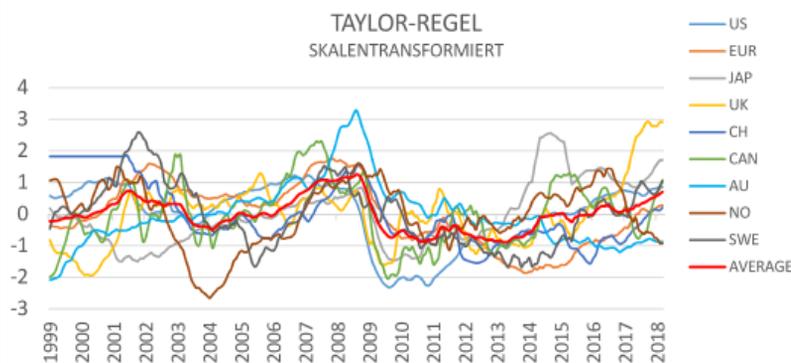
Der Arbeitsmarkt ist wieder dort, wo er vor der Krise war

- Wir betrachten sowohl die Arbeitslosenraten an sich als auch die Arbeitslosenrate vs. der NAIRU
- Die Skalentransformation liefert brauchbare Vergleichswerte und zeigt, wie erstaunlich gleichgerichtet Verläufe in verschiedensten Länder sind
- Ob wir die AL alleine oder im Vergleich mit der NAIRU anschauen, der Arbeitsmarkt hat sich global gut erholt und ist wieder auf Niveaus wie vor der Krise

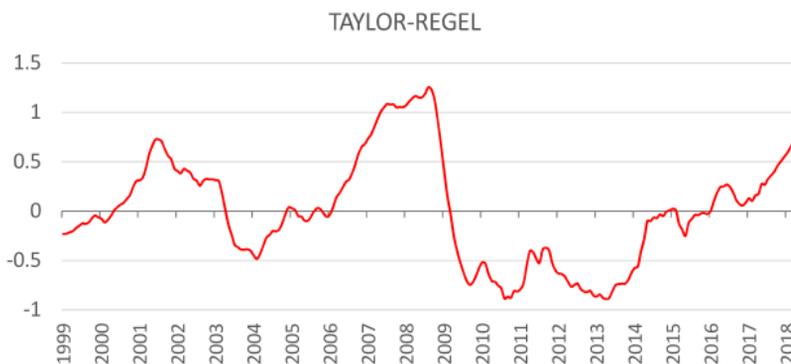
d) Taylor-Regel: Stark!



SKALEN TRANSFORMATION



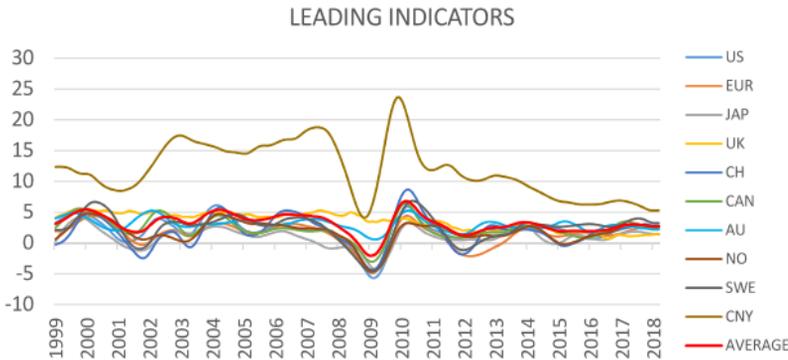
DURCH SCHNITT

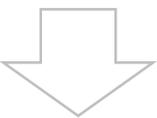


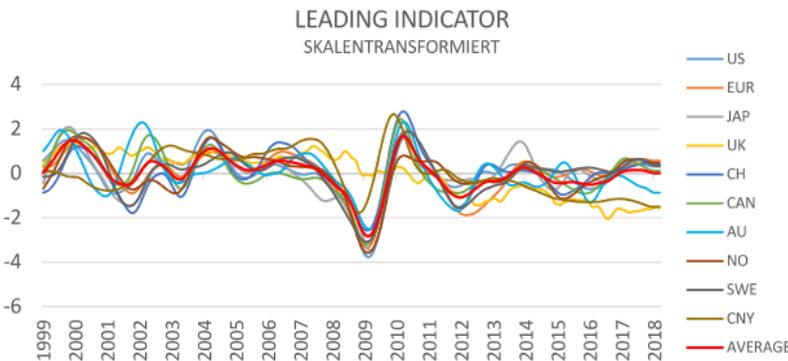
Taylor-Regel zeigt normale Zeiten an, während die Notenbanken weiterhin im Krisenmodus verharren

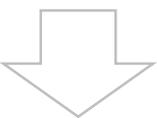
- Die Taylor-Regel verbindet den natürlichen Zins mit Inflation/Inflationszielen der Notenbank und der Arbeitslosenrate/NAIRU, somit entsteht ein Konvolut der Ressourcenauslastung
- Die Taylor-Regel wird verwendet um den fundamental gerechtfertigten Leitzins der Notenbank zu finden
- Die Skalentransformation liefert hier leider kaum brauchbare Vergleichswerte, womit nicht von einem generell gültigen Trend gesprochen werden kann
- Der Durchschnitt ist nicht repräsentativ für das Sample, aber der Anstieg seit ein paar Jahren scheint doch breit abgestützt

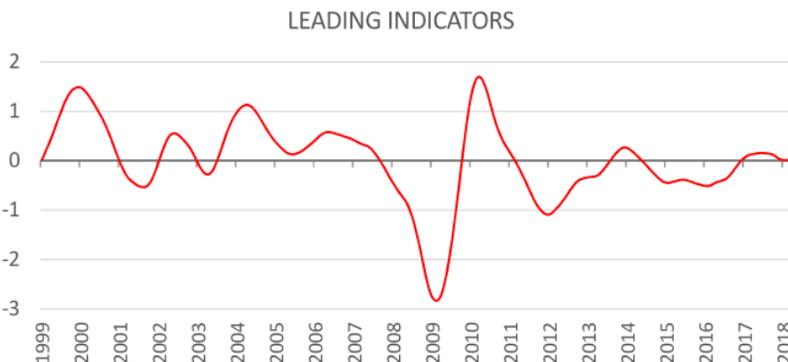
e) Leading Indicators: Stabil



SKALEN  TRANSFORMATION



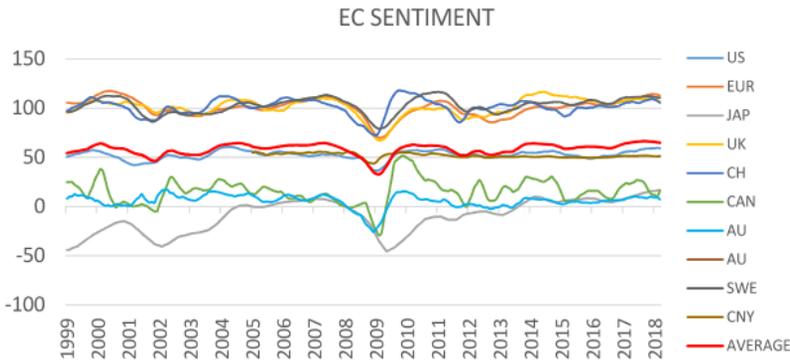
DURCH  SCHNITT



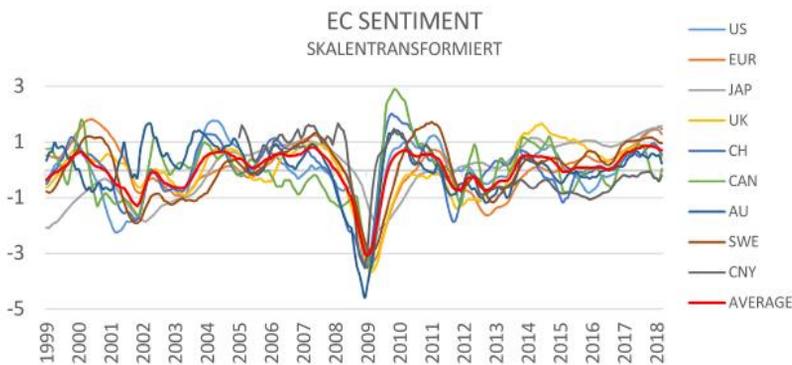
Gut, aber nicht
überschäumend, dafür aber
auch noch kein Wendepunkt

- Wir verwenden die Leading Indicators der OECD
- Diese LI verwenden Komponenten wie: Häusermarkt, Geldmengen, Sentiment, Zinsspreads, Aktienpreise etc
- Die Leading Indicators sind bekannt dafür, **Umkehrpunkte** relativ zuverlässig anzuzeigen
- Die Skalentransformation liefert brauchbare Vergleichswerte und zeigt, wie erstaunlich gleichgerichtet Verläufe in verschiedensten Länder sind
- Die LI sind verhalten und zeigen keinerlei Momentum an, aber auch –mit Ausnahmen– einen Wendepunkt nach unten

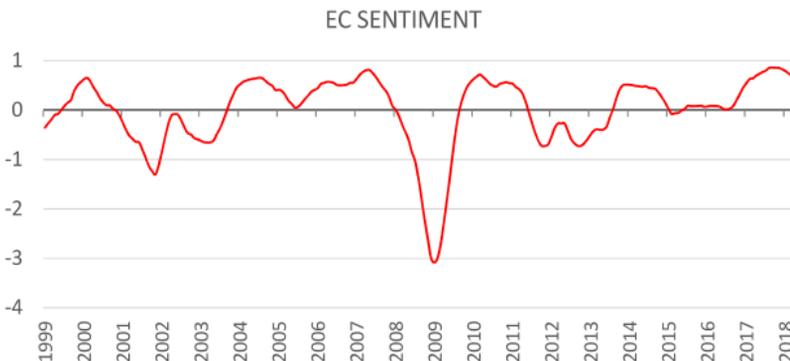
f) Economic Sentiment: Optimistisch



SKALEN TRANSFORMATION



DURCH SCHNITT



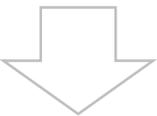
Die Zuversicht wächst

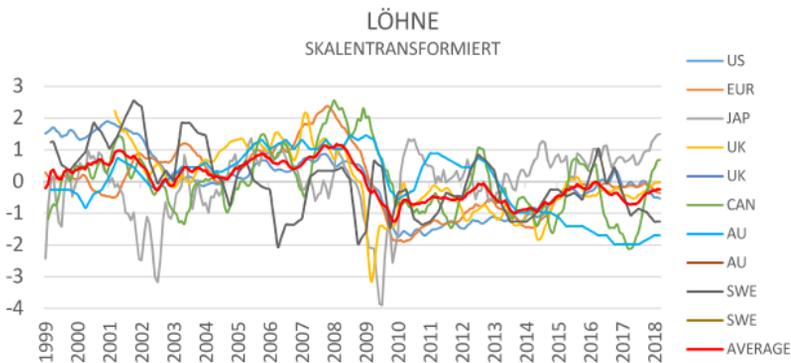
- Daten für das Wirtschaftsvertrauen (i.d.R. der Produzenten) sind frei erhältlich
- Die Skalentransformation liefert brauchbare Vergleichswerte und zeigt, wie erstaunlich gleichgerichtet Verläufe in verschiedensten Länder sind
- Das Sentiment ist deutlich über dem langen historischen Durchschnitt

g) Lohnwachstum: Kein Signal

SKALEN-TRANSFORMATION



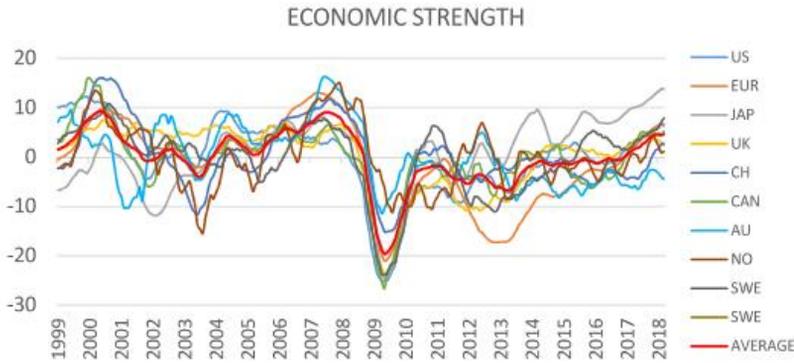
DURCH  SCHNITT



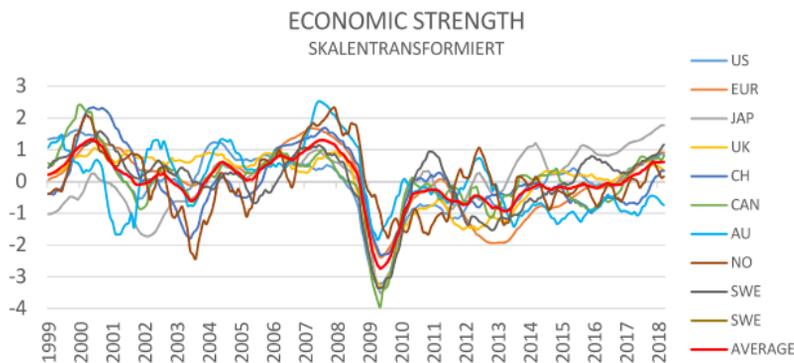
Keine generelle Aussage zu Lohnwachstum möglich

- Lohndaten für Länder sind nicht immer einfach erhältlich und oft ist die Interpretation und Gültigkeit problematisch
- Die Skalentransformation liefert hier leider kaum brauchbare Vergleichswerte, womit nicht von einem generell gültigen Trend gesprochen werden kann
- Es gibt kein repräsentativer Anstieg des Lohnwachstums

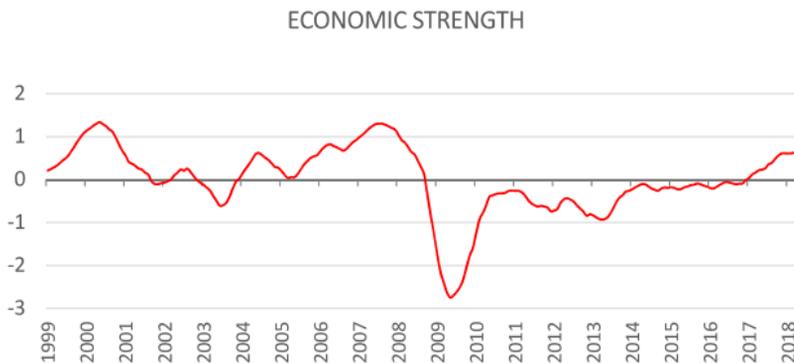
«Wirtschaftsstärke»



SKALEN TRANSFORMATION



DURCH SCHNITT

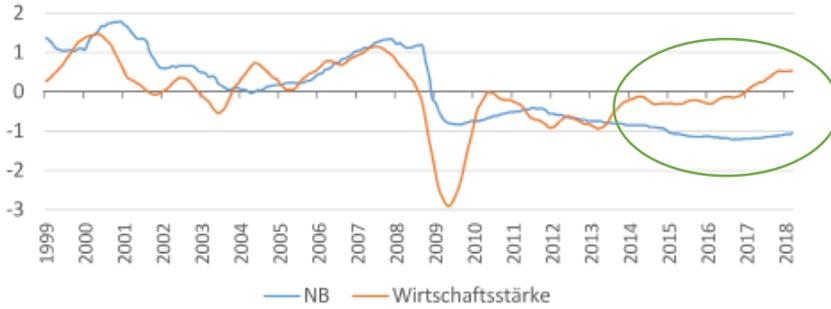


Starke Wirtschaftsverfassung

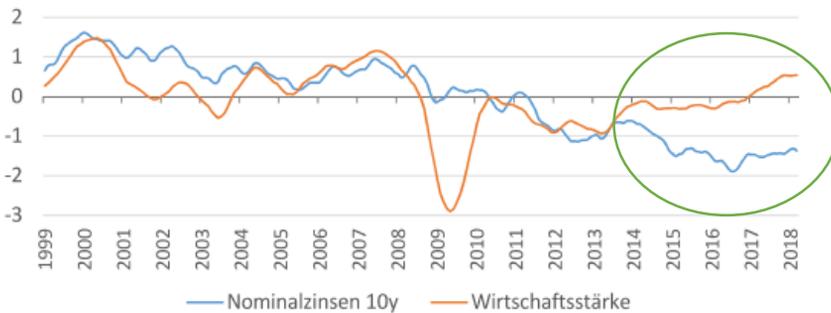
- Wir definieren die Wirtschaftsstärke wie folgt:
- 30% Wirtschaftswachstum
- 5% Output Gap
- 25% Arbeitslosenrate./NAIUR
- 10% Taylor-Regel
- 25% Leading Indicator
- 5% Economic Sentiment
- Die Skalentransformation liefert brauchbare Vergleichswerte und zeigt, wie erstaunlich gleichgerichtet Verläufe in verschiedensten Länder sind
- Die Wirtschaftsstärke ist jetzt deutlich über dem langen historischen Durchschnitt

Zinswende fundamental überfällig

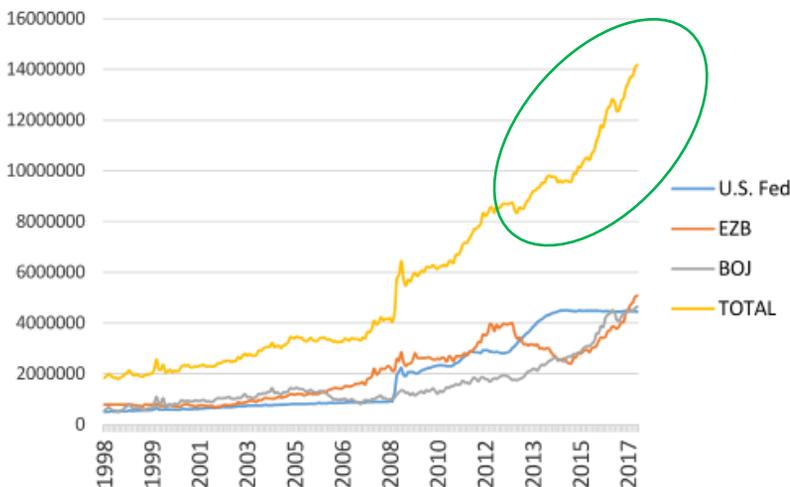
WIRTSCHAFTSSTÄRKE & NOTENBANK



WIRTSCHAFTSSTÄRKE & NOMINALZINSEN 10Y

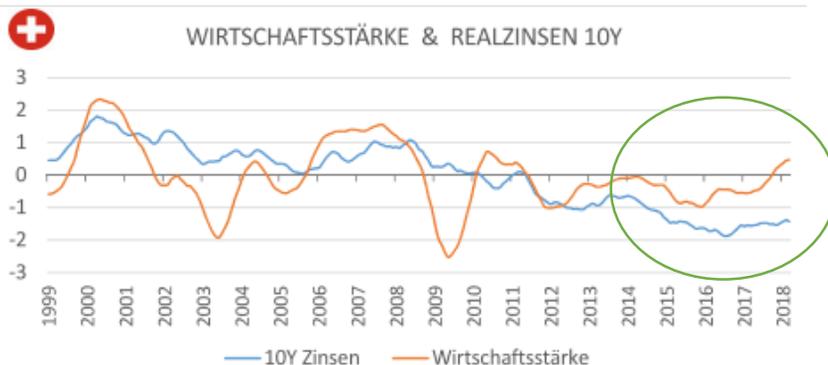
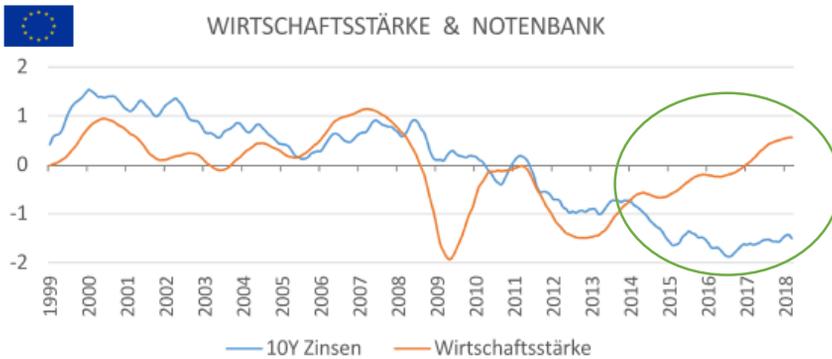
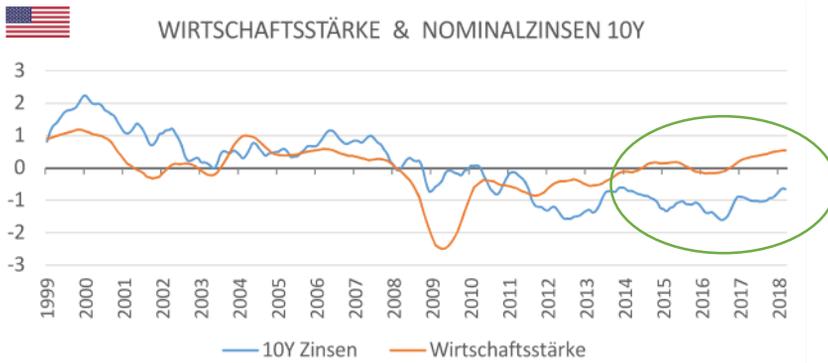


Notenbank-Bilanzen
in mio USD



Fazit: Die Schere zwischen effektiven Zinsen und fundamental gerechtfertigten Zinsen geht massiv auf

- Seit 2014 spätestens hätten die Notenbanken normalisieren sollen
- Statt dessen halten sie weiterhin die Leitzinsen tief...
- ..und weiten weiterhin die Bilanzen aus mit Wertpapierkäufen
- Die Notenbanken der Eurozone und Japan haben den Umfang der Notenkäufe des Fed bereits erreicht



Was fällt auf?

- Diese Übung mit der «Wirtschaftsstärke» ist eine Spielerei...
- ...aber trotzdem bringt sie unzweideutige Resultate
- Wir vergleichen (Skalentransformierte) Z-Scores, d.h. wir argumentieren in Standardabweichungen
- Alle 3 Märkte brauchen fundamental höhere Zinsen
- Am ausgeprägtesten die Eurozone
- Die Eurozone ist 2 STA zu tief!!
- Die CH ebenfalls fast 2 STA
- Die USA ca. 1 STA

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