

Wie attraktiv sind die Bondmärkte?

Teil III: Notenbanken

www.pkassets.ch/marktanalysen

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

Der Notenbank-Leitzins ist ein Mosaikstein unserer Bewertung der Bondmärkte

Es ist ein wichtiger Mosaikstein, aber nicht der einzige:

Es werden regelmässig Publikationen in dieser Gesamtanalyse folgen, und zwar in folgender Sequenz:

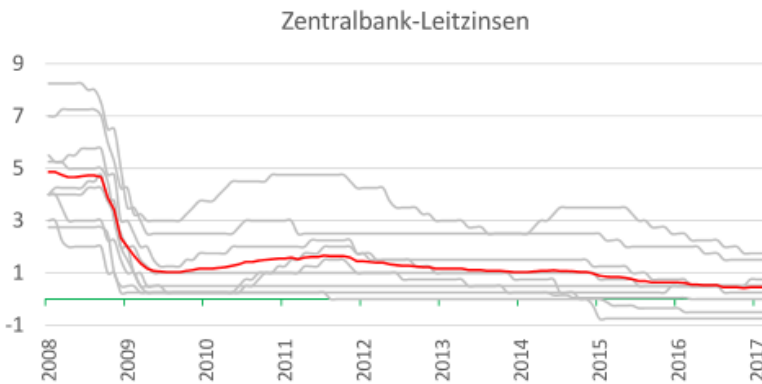
- Inflation
- Realzinsen
- **Notenbanken**
- Synthese: Attraktivität der Bondmärkte

Wir hoffen, die folgenden Ausführungen treffen auf Ihr geschätztes
Interesse

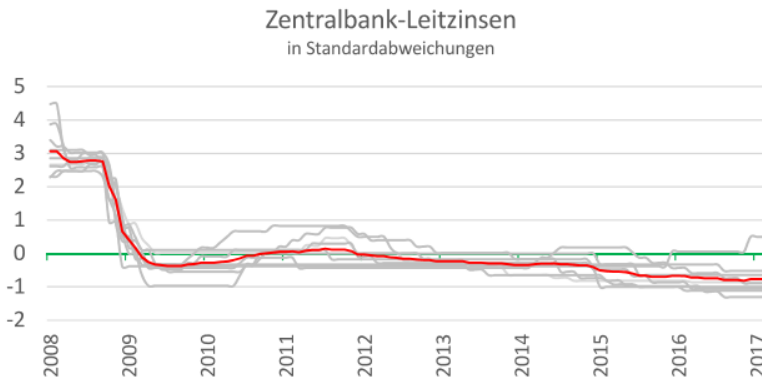
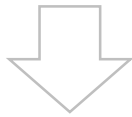
Notenbanken wirken auf zwei Ebenen auf die Bondmärkte ein:

I Konventionell: Leitzinsen

Die Zentralbanken drücken die Zinsen auf unbekanntes Territorium



Wir schauen uns folgende Länder an: USA, EU, CH, UK, CAN, AUS, NO, NZ und SWE sowie den ungewichteten Durchschnitt (rot)



Der Leitzins ist das klassische Instrument der Notenbank, die Bondmärkte zu beeinflussen

Seit 2008: Alle machen das gleiche: Reduktion der Leitzinsen auf das historische Minimum, und weiter runter

Eine Skalentransformation der Leitzinsen der 9 Länder zeigt die Gleichförmigkeit der Notenbankpolitiken

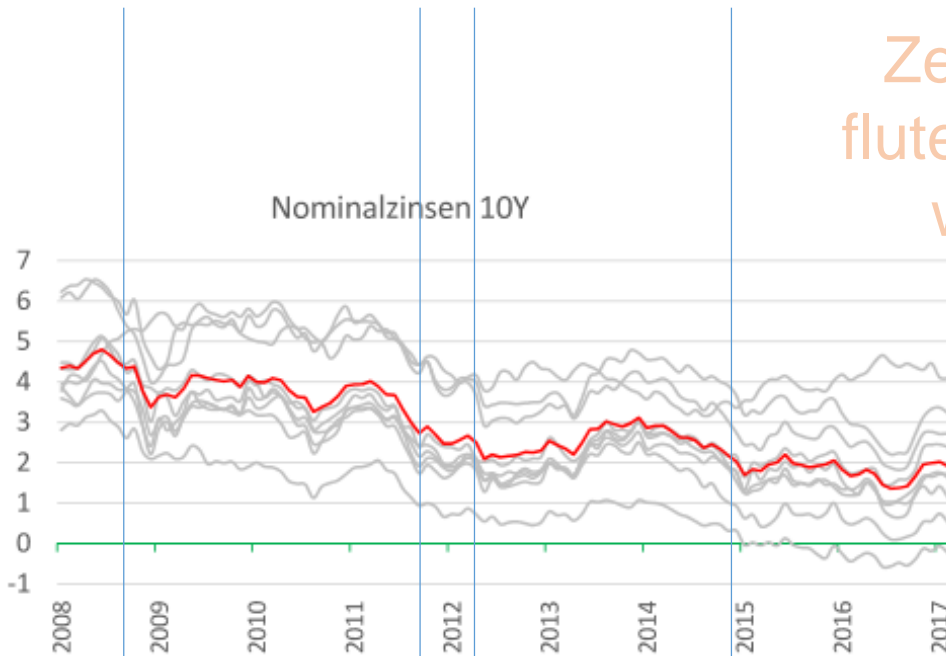
Bis dato undenkbare Negativzinsen (bei Wirtschaftswachstum und gar bei Vollbeschäftigung wie im Falle Japans) werden die Norm

Die Ultra-Tiefzinspolitik sorgt für konstanten Druck auf die Nominal- und Realzinsen

Notenbanken wirken auf zwei Ebenen auf die Bondmärkte ein:

II Unkonventionell: Negativzinsen, Quantitative Easing, Helikoptergeld

Die Zentralbanken fluten die Märkte, wieder und wieder



Lehman: USA, EZB, BOE fluten

BOE flutet erneut, SNB flutet ebenfalls

BOJ flutet

EZB flutet erneut

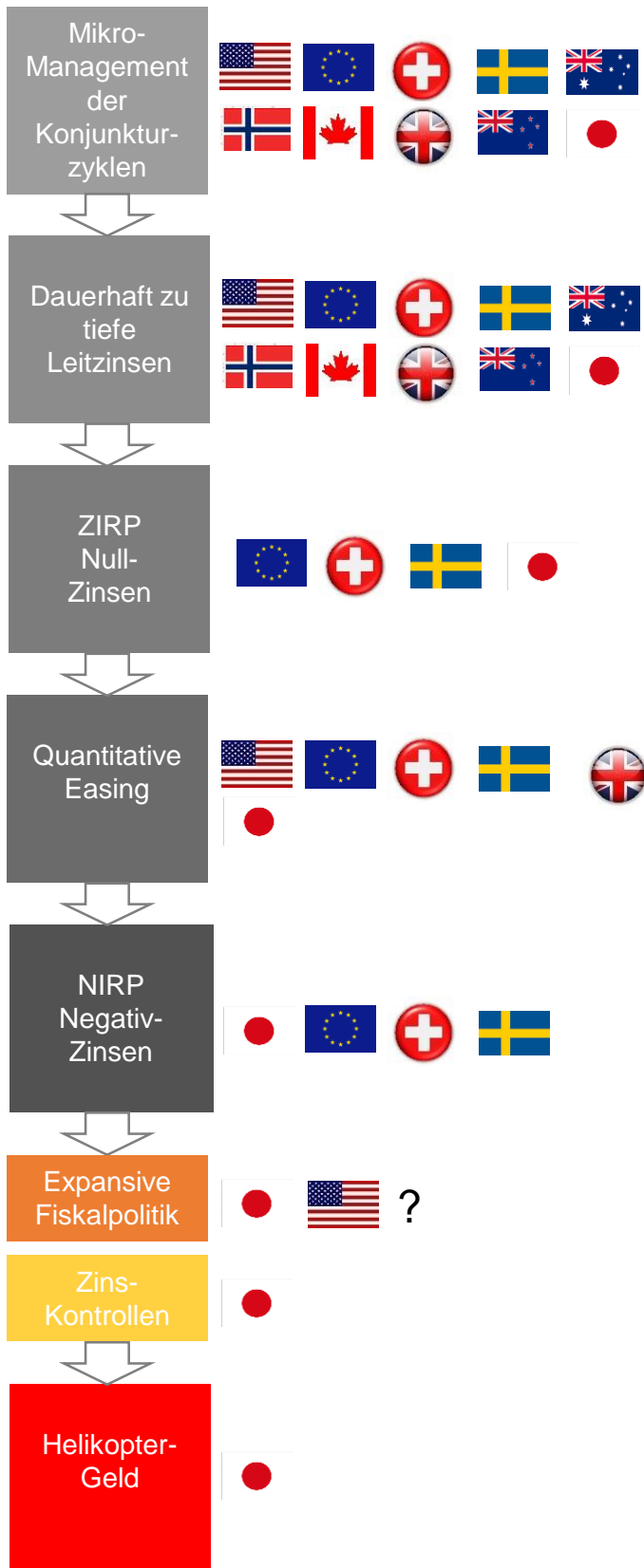
Unkonventionelle Notenbank-Massnahmen werden zur Norm

Wie an einer Perlenkette fügen sich die Zentralbanken in eine einzige gigantische Gelddruck-Operation

Sämtliche Tabus, No-Go-Areas und Demarkationen werden salonfähig

Die gigantische Liquidität sorgt für konstanten Druck auf die Nominal- und Realzinsen

Die Notenbanken erhöhen laufend die Eskalationsstufen....



Es scheint, Politik und Notenbanker streben zum Endpunkt Helikoptergeld

Potentiell inflationär

Potentiell hyperinflationär

Das muss man wissen punkto «Notenbank-Leitzinsen»:

Notenbanken verankern mit ihren Leitzinsen den Bondmarkt

- Die Notenbank hat nicht nur die Gestaltungshoheit über die Kurzfristzinsen, sondern ist auch der bestimmende Akteur für die Langfristzinsen
- Es braucht massive Inflations- oder Deflationsängste, bevor den Notenbanken die Kontrolle über die gesamte Zinskurve entgleitet

Die Notenbanken –theoretisch autonom – haben sich in eine Kollusion mit der Politik begeben

- Ganz offensichtlich wurden die Notenbanker von den Politikern über den Tisch gezogen

Aus Preisstabilität-Garanten sind Währungskrieger geworden

- Der primäre Grund der Notenbankexzesse der letzten Jahren wurde denn auch gar nicht mehr mit viel Aufwand kaschiert: «Beggar thy Neighbour»: Abwertungswettlauf

Der Zusammenhang zwischen Leitzinsen und wirt. Fundamentalien ist zusammengebrochen

- Entsprechend reagieren die Leitzinserwartungen v.a. auf Verschiebungen im Forex

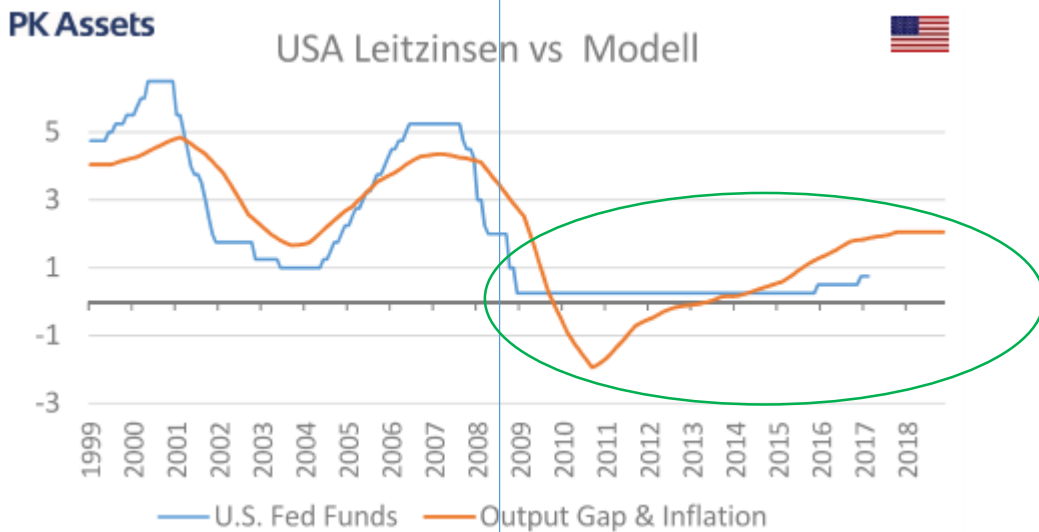
Der Nutzen der heutigen Notenbank-Exzesse ist viel geringer als der Schaden für die nächsten Generationen

- Siehe nächste Seite: Den Berg an geschaffener Liquidität abzubauen könnte das Wirtschaftswachstum für Jahrzehnte bremsen
- Kann die U.S. Notenbank, sollte die Inflation anfangen zu steigen, überhaupt gegensteuern ohne sofort eine Rezession (und einen Finanzcrash) auszulösen?
- Die Wirtschaft ist so fragil/drogenabhängig geworden, dass sie Zinserhöhungen ohne expansive Fiskalpolitik kaum mehr verträgt
- Jedes Zurückfahren der Fed-Bilanz wirkt aber unweigerlich wie eine Zinserhöhung
- Nur schon das Einstellen der Bilanzexpansion («Taper Tantrum») hat die Zinsmärkte im 2013 erschüttert
- Ein namhaftes Zurückfahren der Bilanz heutzutage könnte zu einer Finanzmarkt-Katastrophe führen
- Selbst wenn das Fed irgendwann anfängt, die Bilanz zu reduzieren mit der (minimalen) Geschwindigkeit wie beim Taper Tantrum, dann dürfte diese Operation diverse Jahrzehnte dauern...
- ...d.h. Jahrzehnte mit einem faktischen Zinserhöhungs-Aroma
- Kein Wunder, dass ein normaler Zinszyklus kaum mehr als möglich erachtet wird

Das Fed hat ein Monster geschaffen, das für Jahrzehnte die Wirtschaft bremsen könnte

- Ende 2008 war die Bilanz der U.S. Notenbank bei USD 0.8 Billionen
- Heute ist sie bei USD 4.5 Billionen
- Im 2013 hat das Fed die Neukäufe um USD 10 Mrd pro Monat reduziert bis zum faktischen Halt per Ende 2014
- Das Fed reinvestiert nach wie vor die Cashflows aus den aktuellen Bond-Beständen
- D.h. das Fed kauft weiterhin Treasuries und MBS
- 2013/14 Tapering: Der 10-Y UST-Zins steigt von 1.7% auf 3.0%, d.h. ein massiver Ausverkauf auf dem Bondmarkt
- Wenn das Fed anfangen sollte, die Bilanz auf normale Levels zu reduzieren (z.B. von heute 4.5 Billionen auf USD 2 Billionen) mit Schritten von USD 10Mrd pro Monat, dann würde das 20 Jahre dauern!
- Realistischerweise, ohne die komplette Wirtschaft zu ruinieren, dürfte die Operation eher 50 Jahre dauern

Die Korrelation von Leitzinsen und Fundamentals ist zusammengebrochen

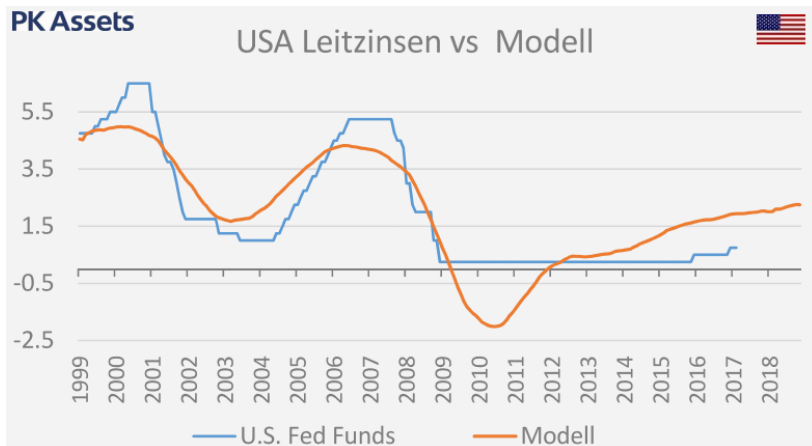
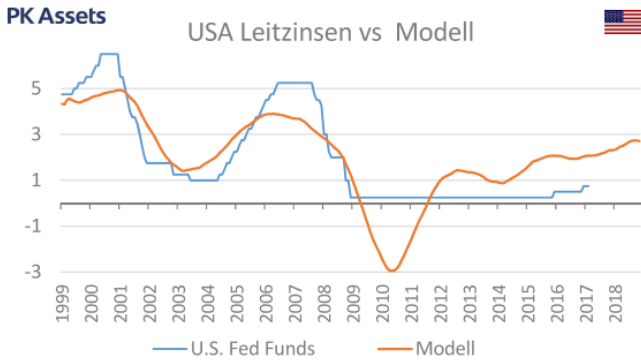
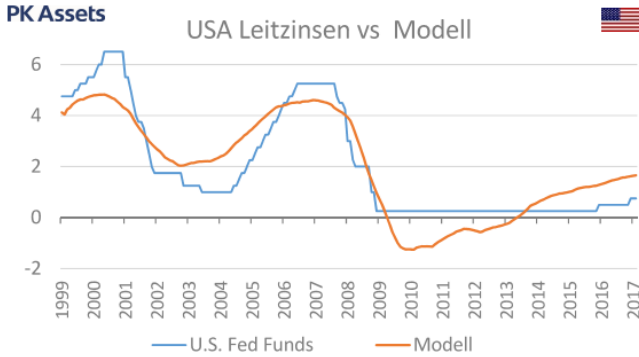


- Der globale Währungskrieg hat zu tiefen Leitzinsen geführt
- Die Fundamentals sind für die Leitzinsen zweitrangig geworden

Wie deplaziert sind die Leitzinsen?

Welche Notenbanken müssten eigentlich dringend rauf mit den Leitzinsen?

Wir vergleichen die effektiven Leitzinsen mit den fundamental gerechtfertigten Leitzinsen



Gleichläufer zum Notenbank-Leitzins:

Output Gap, Arbeitslosenrate, Kapazitätsauslastung, Inflationserwartungen, Sparrate und Capex

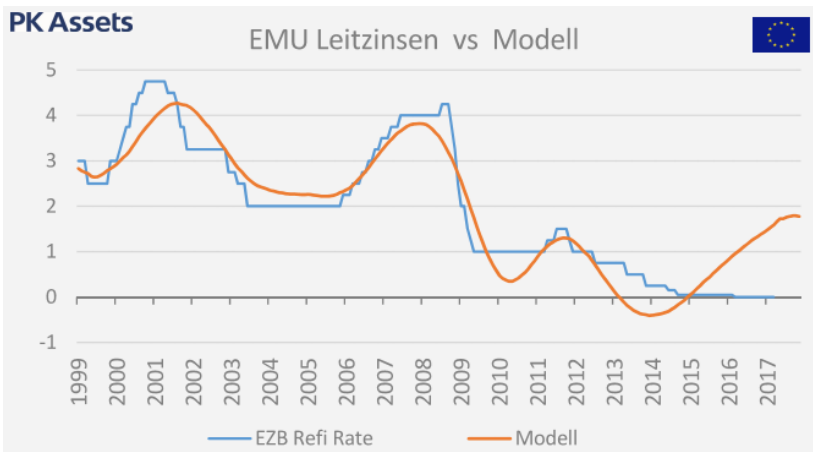
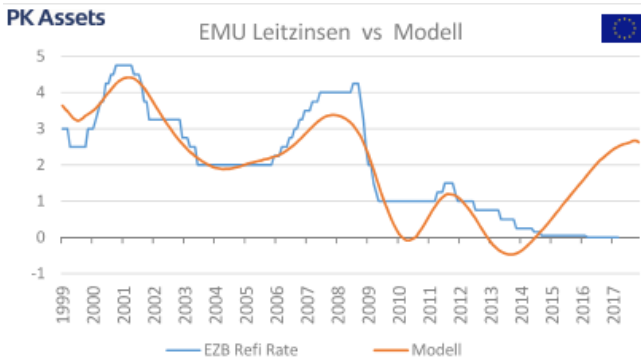
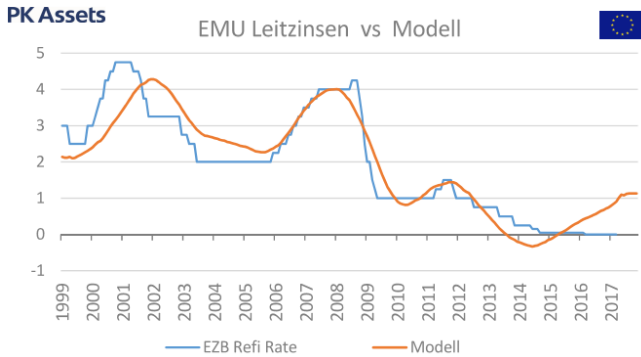
- Weitere Zinsschritte angesagt
- Output Gap und Arbeitsmarkt verbessern sich laufend
- Die Sparrate und Capex bremsen allerdings deutlich

Vorläufer zum Notenbank-Leitzins:

Wirtschaftswachstum und -Trend, Sentiment, Konsum und CPI

- Weitere Zinsschritte angesagt
- Aktivität ist zu hoch und selbst die Teuerung steigt auf Niveaus, die mit dem Zinsniveau inkompatibel sind

USA:
Zeichen auf
kontinuierlichen
Zinspfad



Gleichläufer zum Notenbank-Leitzins:

Output Gap, Arbeitslosenrate, Kapazitätsauslastung, Inflationserwartungen, NAIRU, CPI, Konsum

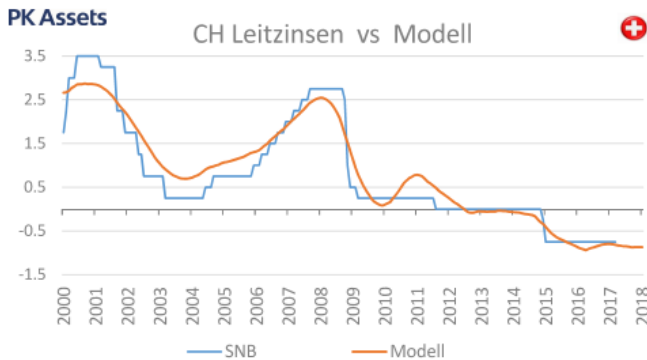
- Weg von den Katastrophen-Niveaus
- Ressourcenauslastung und Output Gap verbessern sich langsam
- Kernteuerung und Inflationserwartungen drücken weiterhin nach unten

Vorläufer zum Notenbank-Leitzins:

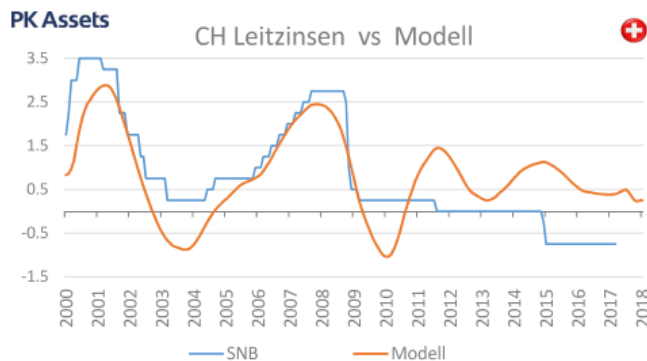
Wirtschaftswachstum und -Trend, Sentiment, CPI, Leading Indicators

- Deutlich höhere Zinsen angesagt
- Wachstum, Sentiment und Leading Indicators bullish

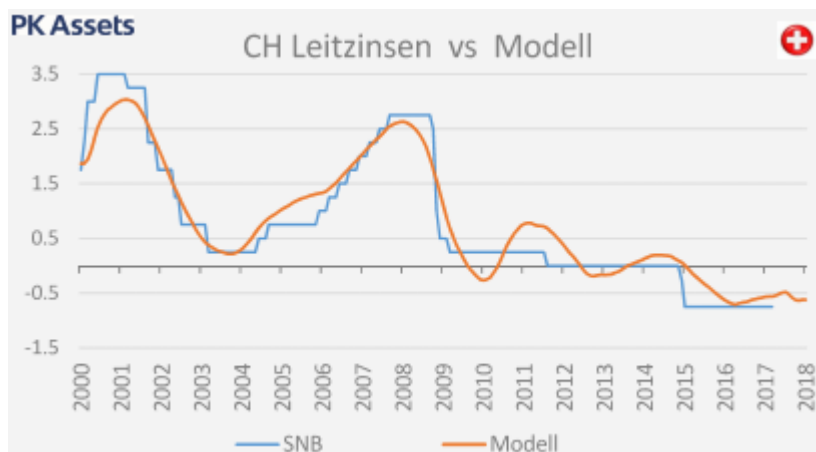
Eurozone:
Normalisierung
wäre angesagt



+



=



Gleichläufer zum Notenbank-Leitzins:

Wachstumstrend, Konsum, Währung, CPI

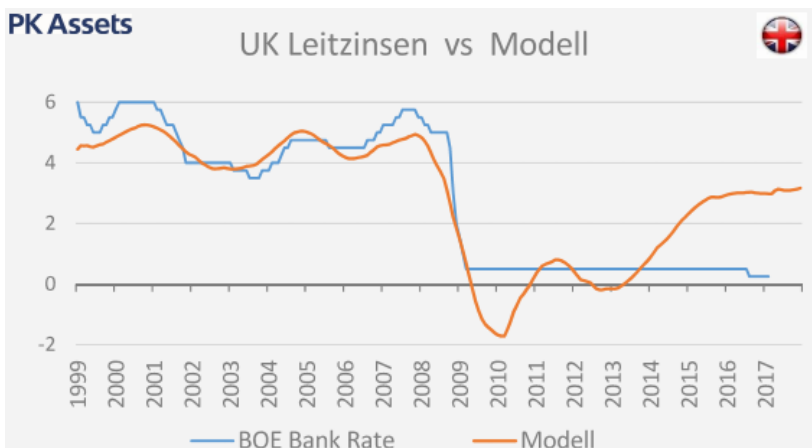
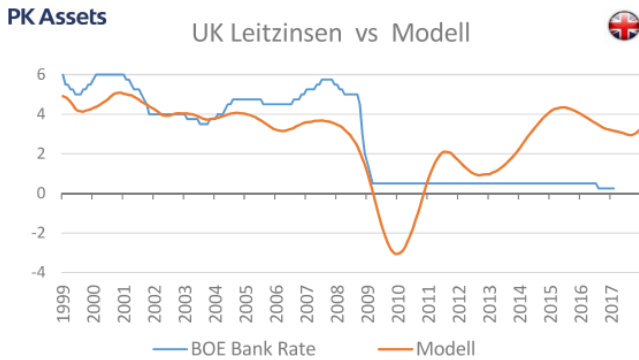
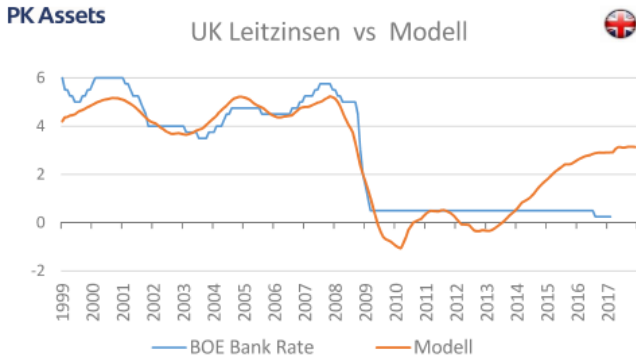
- Kein Aufwärtsdruck
- Zwar scheint das CPI sich wieder zu beleben aber der starke Franken dominiert die Bewertung

Vorlauer zum Notenbank-Leitzins:

Wirtschaftswachstum und –Trend, Sentiment, CPI, Leading Indicators, Importpreise und PPI

- Höheres Zinsniveau angesagt aber kein Momentum
- Der Output Gap verbessert sich nicht, auch wenn das Sentiment und die Leading Indicator sich verbessern und die Import- und Produktionspreise ansteigen

CH:
kaum Aufwärts-
potential,
Wahrungsdruck
dominiert weiter



Gleichläufer zum Notenbank-Leitzins:

Wachstumstrend, Ressourcen, Arbeitsmarkt und NAIRU, CPI, Inflationserwartungen, Löhne

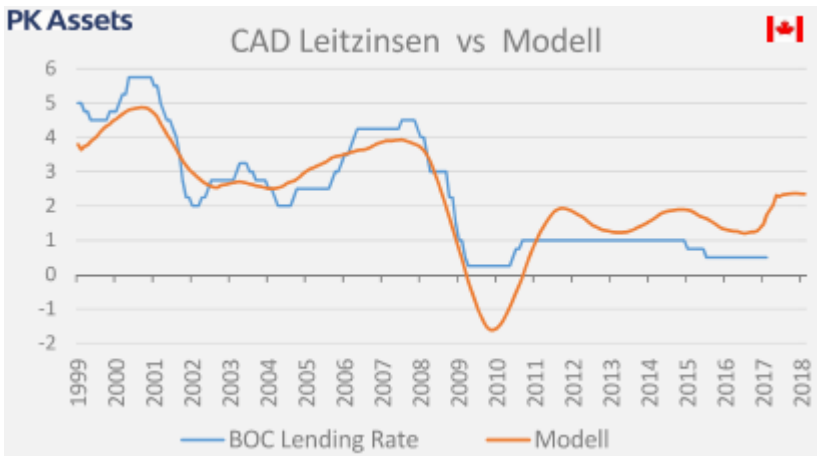
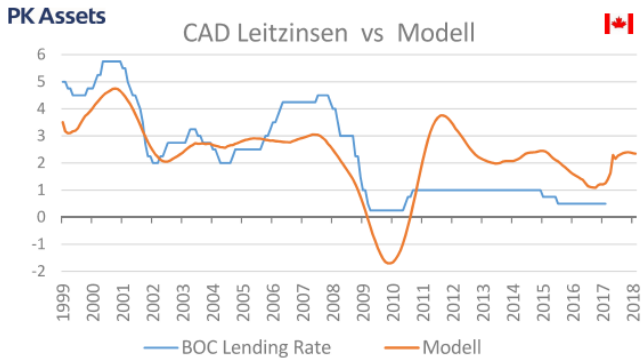
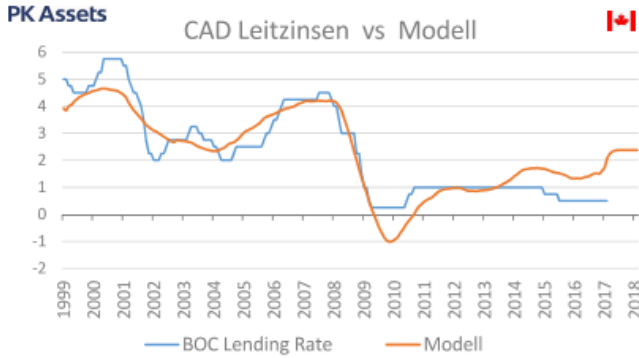
- Deutlicher Aufwärtsdruck
- Ressourcenauslastung und Output Gap sind viel zu stark für das Zinsniveau
- CPI steigt ebenfalls wegen dem schwachen Pfund, Löhne drücken die Bewertung

Vorläufer zum Notenbank-Leitzins:

Wirtschaftswachstum, Sentiment, CPI, Leading Indicators, Währung und Häuserpreise

- Weder im Wachstum, noch im Sentiment, oder in den Leading Indicators oder Häuserpreise ist ein deutlicher Brexit-Effekt zu sehen...
- ...deshalb: Leitzins deutlich zu tief

UK:
Bremsspur des
Brexit noch nicht
sichtbar



Gleichläufer zum Notenbank-Leitzins:

Wachstumstrend, Ressourcen, Arbeitsmarkt und NAIRU, CPI, Inflationserwartungen, Löhne

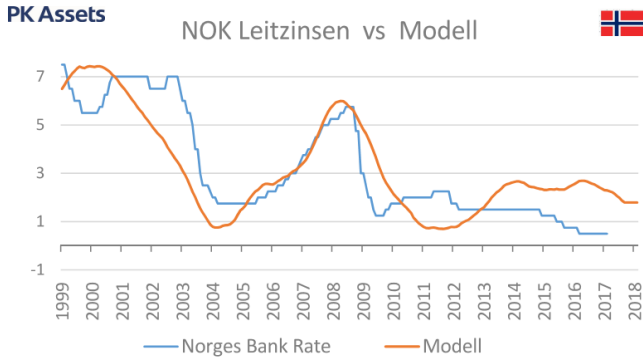
- Nichts rechtfertigt die tiefen Leitzinsen, weder Wachstum, Ressourcenauslastung noch CPI

Vorläufer zum Notenbank-Leitzins:

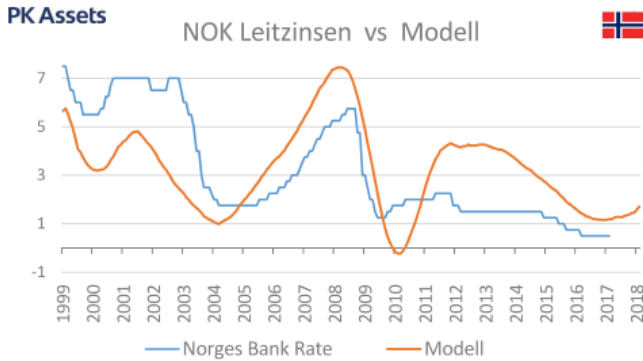
Wirtschaftswachstum, Leading Indicators und Häuserpreise

- Niveau zu tief für das Wirtschaftswachstum und die Häuserpreise

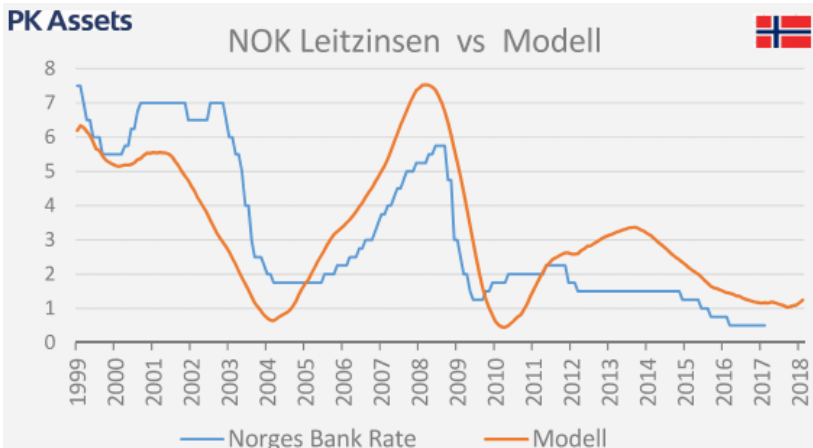
CAN:
Wenig wirt.
Momentum aber
Leitzins zu tief



+



=



Gleichläufer zum Notenbank-Leitzins:

Wachstumstrend, Output Gap, Arbeitsmarkt und NAIRU, CPI und Währung

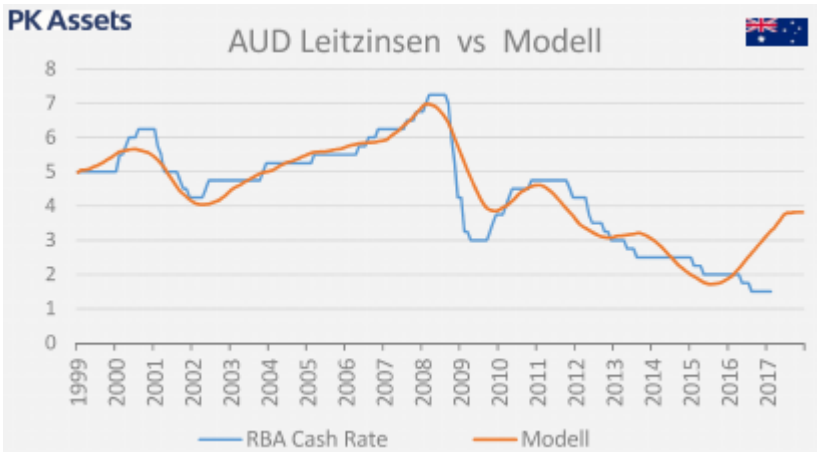
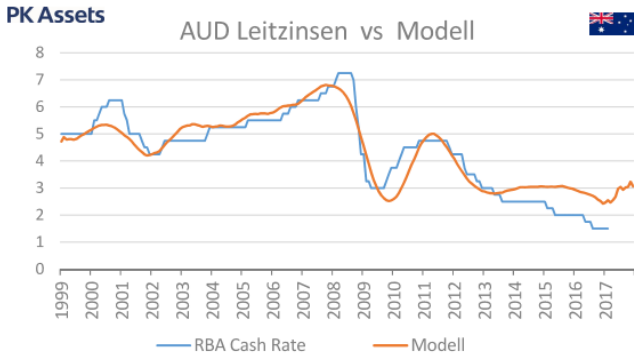
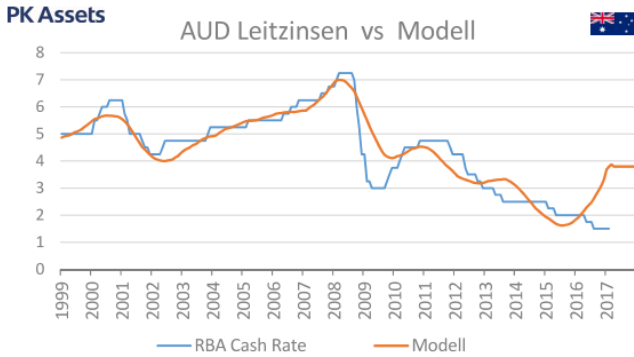
- Kein Aufwärtsdruck: Output Gap und Arbeitsmarkt beleben sich nicht
- Terms of Trade haben sich wieder verbessert aber das CPI kommt deutlich zurück

Vorlauer zum Notenbank-Leitzins:

Ressourcenauslastung, Sentiment, Hauspreise, Detailhandelsverkaufe

- Niveau leicht zu tief
- Vor allem die Huserpreise drücken rauf, die Retailsales drücken runter
- Arbeitsmarkt und Ressourcenauslastung entspannen sich leicht

NOK:
Kein
Aufwärtsdruck
auf die Leitzinsen



Gleichläufer zum Notenbank-Leitzins:

Wachstumstrend, Output Gap, Arbeitsmarkt und NAIRU, CPI und Währung

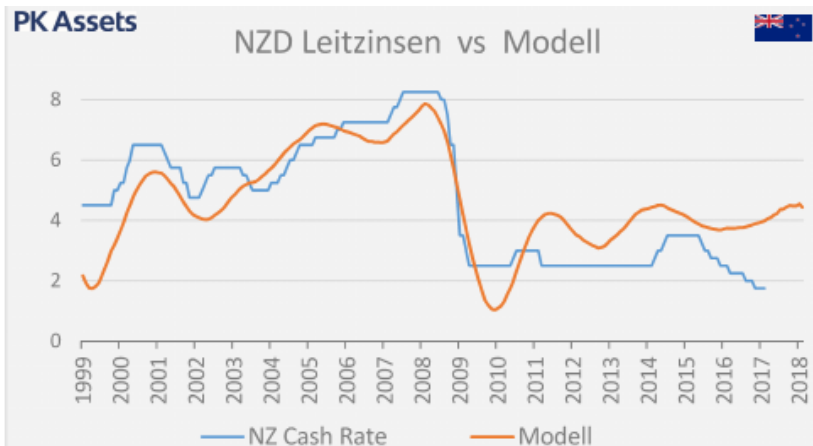
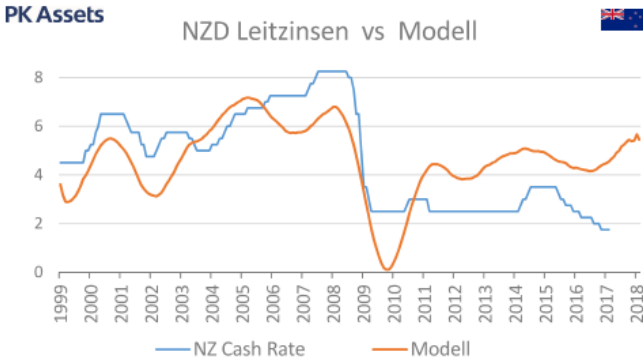
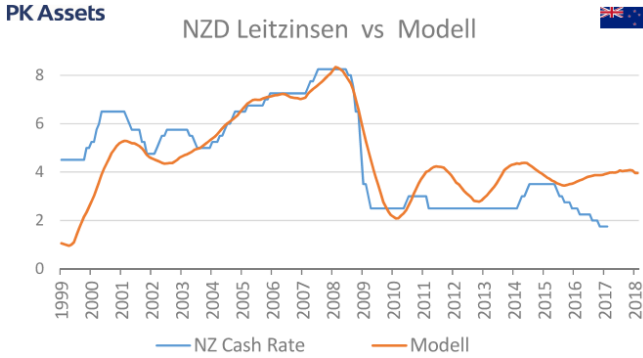
- Alle Indikatoren sprechen für tiefe Leitzinsen: Wachstum, Ressourcenauslastung, Arbeitsmarkt, CPI... ausser:
- Aufwärtsdruck von den Terms of Trade

Vorläufer zum Notenbank-Leitzins:

Wirtschaftswachstum, China, Leading Indicators und Sentiment

- Das Sentiment verbessert sich
- Das chinesische Wachstum –infolge massiver Staatsinterventionen– spricht wieder für höhere Leitzinsen

AUD:
Push von den
Terms of Trade



Gleichläufer zum Notenbank-Leitzins:

Wachstumstrend, Output Gap, Arbeitsmarkt und NAIRU, CPI, Konsum, Löhne und Währung

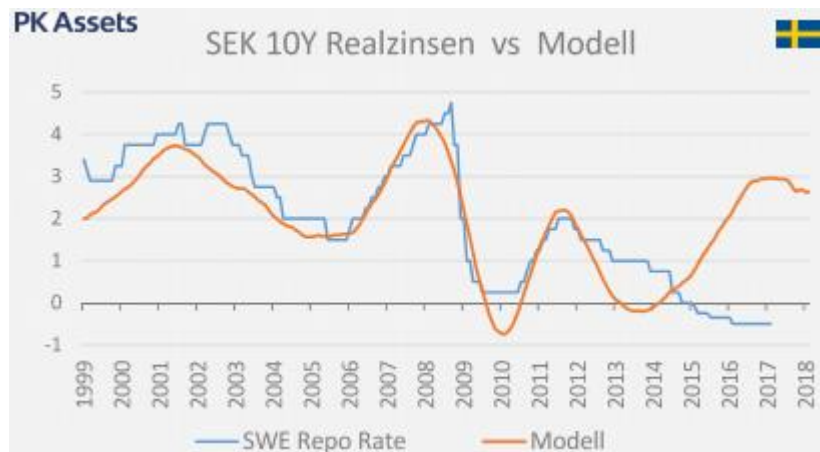
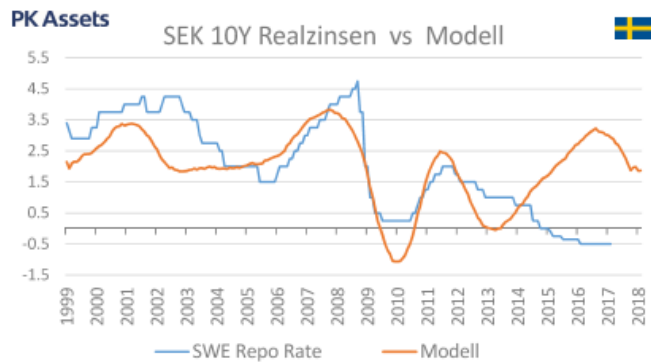
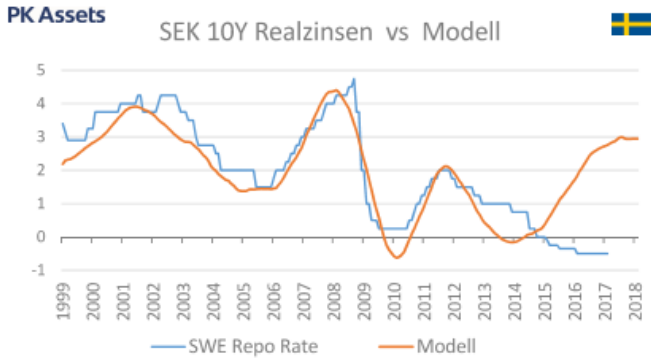
- Leitzinsen deutlich zu tief
- Die Ressourcenauslastung schwächelt
- Aber die letzten Zinssenkungen waren offensichtlich Wahrungsmotiviert

Vorlauer zum Notenbank-Leitzins:

Wirtschaftswachstum, Leading Indicator, Häuserpreis, Commodities und Retail Sales

- Aufwärtsdruck
- Die Leitzinsen sind deutlich zu tief
- Zwar gibt es kaum Momentum in der Binnenwirtschaft aber die Terns of Trade haben gedreht

NZ:
Höhere
Leitzinsen
gerechtfertigt



Gleichläufer zum Notenbank-Leitzins:

Wachstumstrend, Output Gap, Arbeitsmarkt und NAIRU, CPI, Inflationserwartungen, Löhne und Währung

- Leitzinsen deutlich zu tief, und zwar in jeder Hinsicht: Wachstum, Ressourcenauslastung, CPI, Sentiment und Löhne

Vorläufer zum Notenbank-Leitzins:

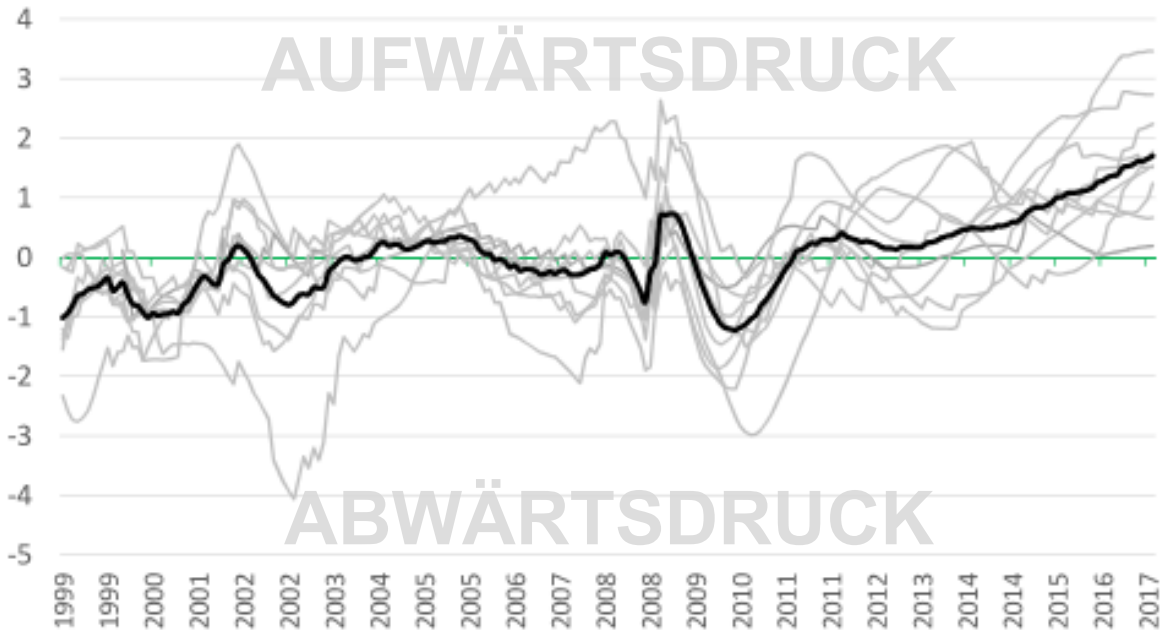
Wirtschaftswachstum, Leading Indicator, Sentiment, Häuserpreis und Retail Sales

- Auch hier: Leitzinsen deutlich zu teuer, v.a. auch was die Häuserpreis anbelangt

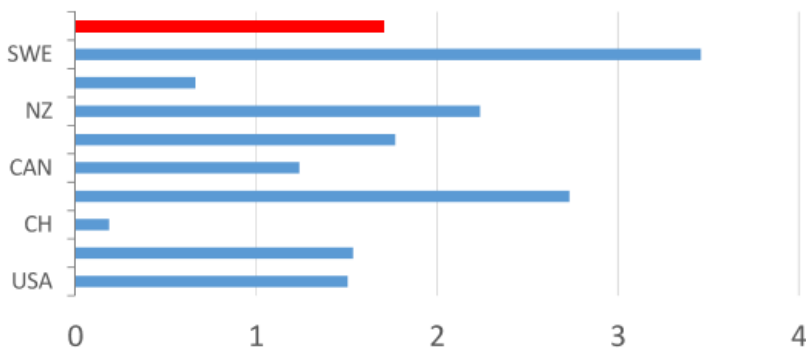
SWE:
Deutlich höhere
Leitzinsen
gerechtfertigt

Überblick: Bewertungsdiskrepanzen

Abweichung: Fundamentaler ./ effektiver Leitzins
1999-Aktuell



Abweichung: Fundamentaler ./
effektiver Leitzins
2/2017



Klare Richtung
mit Nuancen:
Die Bondmärkte
sehen teuer aus

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