

Wie attraktiv sind die Bondmärkte?

Teil II: Realzinsen

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

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

# Der Realzins ist ein Mosaikstein unserer Bewertung der Bondmärkte

Es ist ein wichtiger Mosaikstein, aber nicht der einzige:

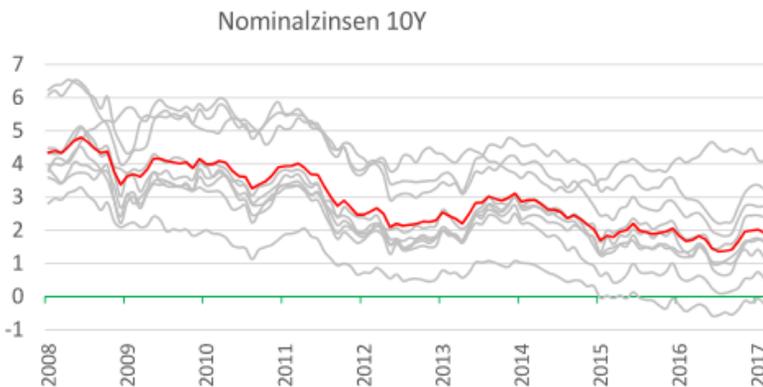
Es werden regelmässig Publikationen in dieser Gesamtanalyse  
folgen, und zwar in folgender Sequenz:

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

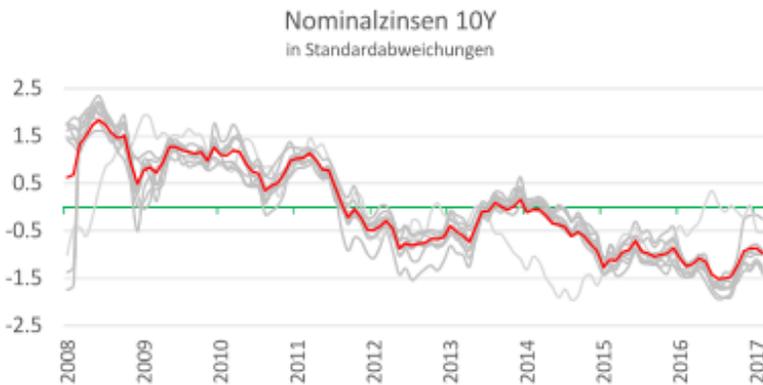
Wir hoffen, die folgenden Ausführungen treffen auf Ihr geschätztes  
Interesse

Es gibt nur einen (1) Bondmarkt!!!

# Die Nominalzinsen zeigen: Die Korrelation ist fast total!



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



Nominalzinsen 10 Jahre: Die Bewegung ist überall identisch, egal wie die Konjunktur im jew. Land ist

Wir schauen hier auf die 10-Jahres Regierungsanleihen und das Teuerungsmaß «Total CPI»

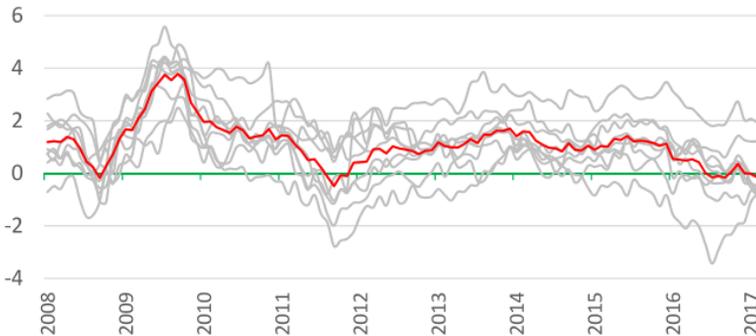
Im normalen Zins-Chart sieht man noch verschiedene Zinsen in den verschiedenen Regionen

Machen wir eine Skalentransformation, schauen wir also die Zinsbewegung in Standardabweichungen an, dann sehen wir eine fast unheimlich anmutende Uniformität der Bondmärkte:

- Abgesehen von den Effekten der Eurokrise ist die Bewegung der Märkte fast identisch, der Durchschnitt ist repräsentativ für das ganze Sample

# Realzinsen basierend auf der Gesamt- Teuerung: Tief und unattraktiv

Realzinsen basierend auf Total CPI



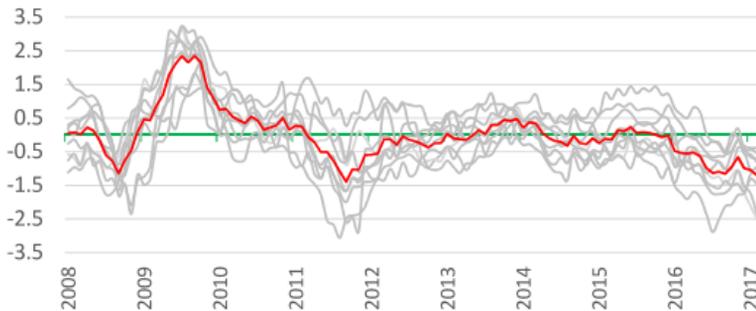
## Die Bondmärkte sind im Schnitt schlecht vorbereitet für eine allfällige Inflationswende

Wir schauen hier auf die 10-Jahres Regierungsanleihen und das Teuerungsmass «Total CPI»

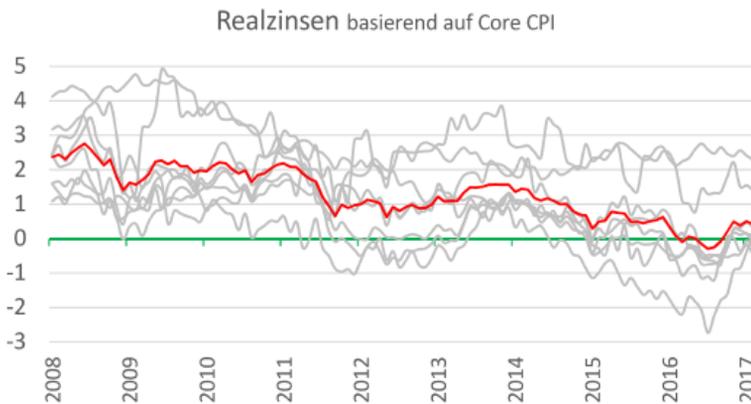
Wir schauen uns folgende Länder an: USA, EU, CH, UK, CAN, AUS, NO, NZ und SWE sowie den ungewichteten Durchschnitt (rot)

- Jedes Land hat seine Besonderheiten, weshalb wir bei allen Ländern eine Skalentransformation machen, um die Bewegungen zwischen den Ländern besser vergleichbar zu machen
- Das zeigt uns eine sehr homogene Situation:
- Die Zinsen haben die Bewegung in der Inflation nicht kompensiert: Wohl sind die Nominalzinsen etwas gestiegen, aber weniger stark als die Teuerung
- Damit sind die Realzinsen sowohl historisch tief (1 Standardabweichung unter dem Mittel der letzten 9 Jahre)...
- ...bei Null...
- ...und in einem fallenden Trend

Realzinsen basierend auf Total CPI  
in Standardabweichungen



# Realzinsen basierend auf der Kern-Teuerung: Tief und unattraktiv

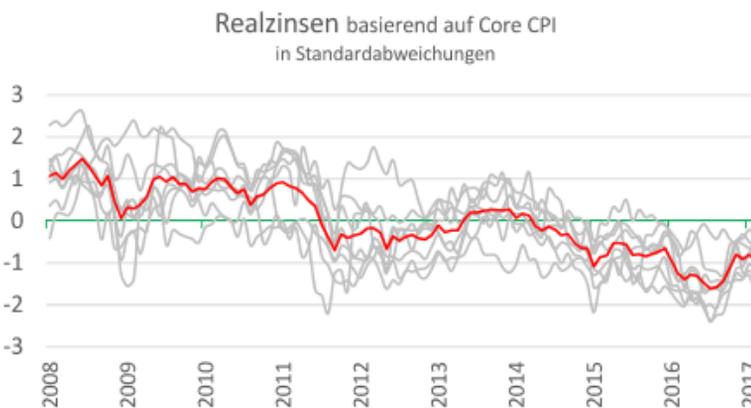


## Auch auf Basis der Kern-teuerung sehen die Realzinsen nicht besser aus

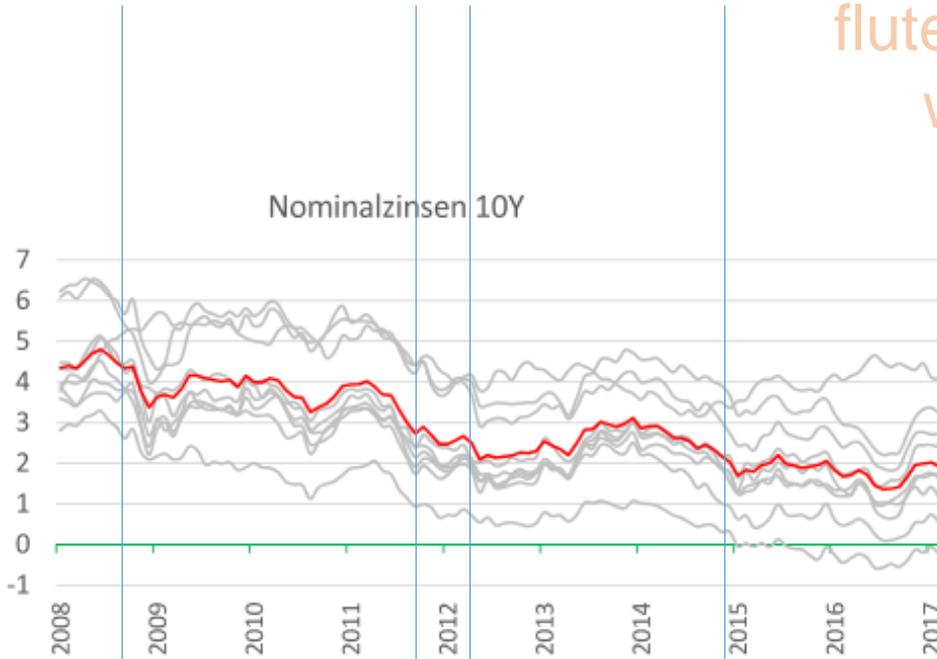
Wir schauen hier auf die 10-Jahres Regierungsanleihen und das Teuerungsmass «Core CPI», i.d.R. das Total CPI minus Energie und Lebensmittel

Wir schauen uns folgende Länder an: USA, EU, CH, UK, CAN, NO, NZ und 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
- Das zeigt uns eine sehr homogene Situation:
- Die Kerninflation ist nicht gestiegen, deshalb sieht die Situation der Realzinsen etwas verbessert aus gegenüber 2016, aber:
- Die Realzinsen bleiben historisch tief (1.5 Standard-abweichung unter dem Mittel der letzten 9 Jahre)...
- ...nahe Null...
- ...und in einem säkular fallenden Trend



# Die Zentralbanken fluten die Märkte, wieder und wieder



Lehman: USA, EZB, BOE fluten

BOE flutet erneut, SNB flutet ebenfalls  
BOJ flutet

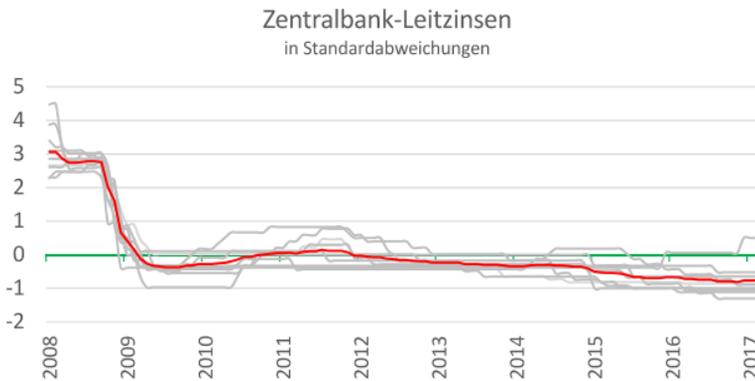
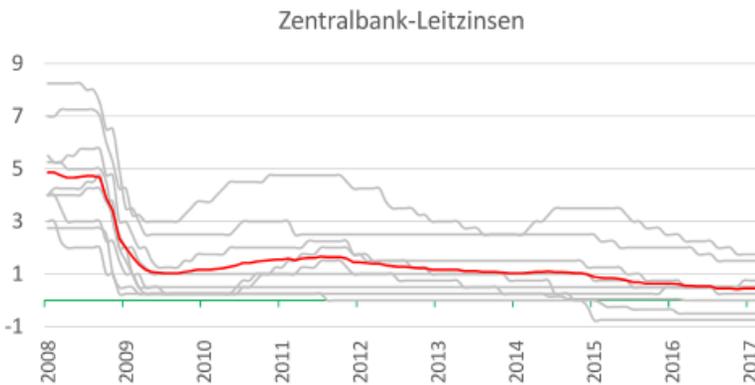
EZB flutet erneut

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

Sämtliche Tabus, No-Go-Areas und Demarkationen werden überschritten, Europa und Japan eskalieren sogar in Helikoptergeld

Die gigantische Liquidität sorgt für konstanten Druck auf die Realzinsen

# Die Zentralbanken drücken die Zinsen auf unbekanntes Territorium



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

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 Realzinsen

Sind die Realzinsen attraktiv?

## Das muss man wissen punkto «Realzinsen»:

Die Inflationsmasse –und damit die Realzinsen- sind willkürlich gewählt und damit künstlich

- Der Warenkorb ist arbiträr gewählt, wie auch die Gewichtungen, Harmonisierungen etc
- Es gibt kein überlegenes Mass für die Realzinsen: Ob mit Totalteuerung berechnet, mit Kernteuerung oder mit Inflationserwartungen: Der Fokus ist jeweils ein etwas anderer

Interessanterweise ist aber überall Korrelation zu Wirtschaftswachstum zu beobachten, d.h. Realzinsen sind offensichtlich konjunkturabhängig

- Wir schauen sowohl die Wirtschaftszahlen an, wie auch die Trends, die Abweichungen vom Trend, wo möglich die Wachstumspotentiale und damit auch die Abweichungen vom Wachstumspotential, den sog. «Output Gap»

Neben dem Wirtschaftswachstum ist der Arbeitsmarkt wichtig

- Insbesondere die Arbeitslosenziffern sind hier oft wichtig
- Wir tracken die Arbeitslosenziffern gegenüber NAIRU, dem Niveau, bei dessen Unterschreitung mutmasslich Inflation generiert wird

Realzinsen können nicht prognostiziert werden, denn sie sind kein Nachfolgefaktor sondern Gleichläufer zur Konjunktur

- Wenn schon bekanntermassen Wirtschaftswachstum nicht prognostiziert werden kann, dann ist auch eine Prognose der Realzinsen zum Scheitern verurteilt
- Man kann aber sehr wohl beurteilen, ob die Realzinsen basierend auf der aktuellen Konjunktur zu hoch, zu tief oder korrekt sind

Die Notenbank-Leitzinsen verankern die Realzinsen

- Die tiefen Notenbanken drücken nicht nur die Nominalzinsen sondern auch die Realzinsen. Die positive Korrelation von Notenbank- und Realzinsen auf dem Kapitalmarkt ist empirisch gut dokumentiert
- Auch hier benützen wir die realen Leitzinsen als Modell-Input

Inflationserwartungen sorgen für Bewegung

- Steigen die Inflationserwartungen, dann sollten auch die Kern-Realzinsen steigen, sind doch Inflationserwartungen zeitlich synchronisiert mit Total CPI und damit ein Vorläufer für die Kern-Teuerung

Wichtige Sonderfaktoren bei diversen Währungen:

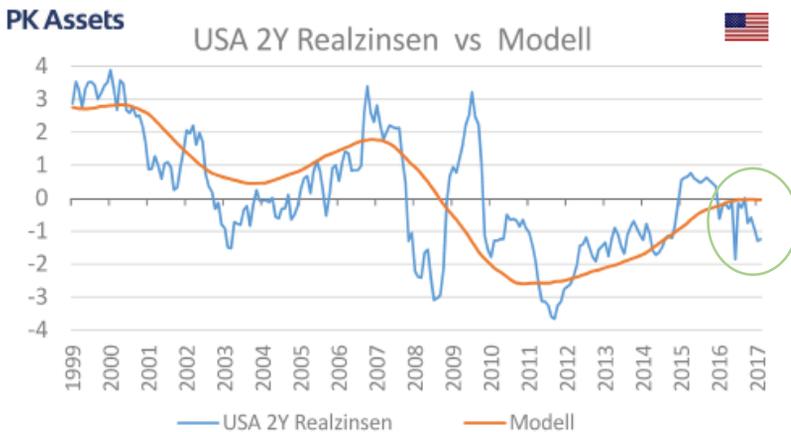
- Länderrisiko in Europa
- Währung in CH

Sind die Realzinsen zu recht so tief?



# USA: Realzinsen deutlich zu tief

## Realzinsen basierend auf Total CPI:



## Kurze Leitzinsen:

### Keine Sicherheitsmarge für steigende Teuerung

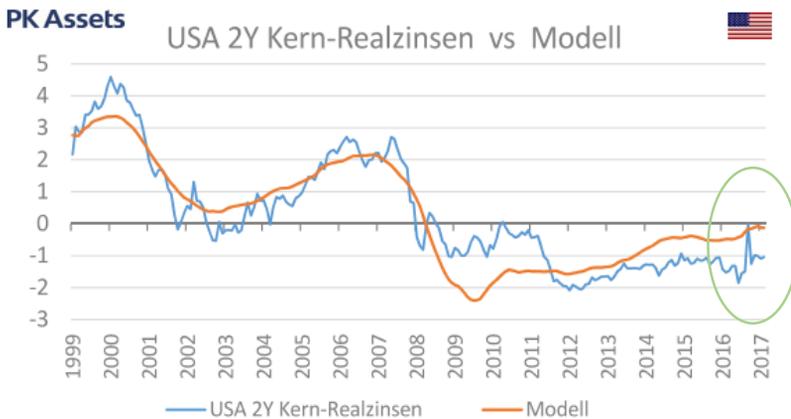
Die Hauptvariablen unserer Bewertung sind Wirtschaftswachstum, Arbeitsmarkt, Notenbank, IMF Output Gaps, OECD Leading Indicators, Ölpreis und Wachstumspotentiale

- Auf Basis Total CPI sind die Realzinsen um ca. 1.2% zu tief
- Auch auf Basis Core CPI sind die Realzinsen um ca. 0.9% zu tief

Das bedeutet:

- Der Bondmarkt ist zu teuer

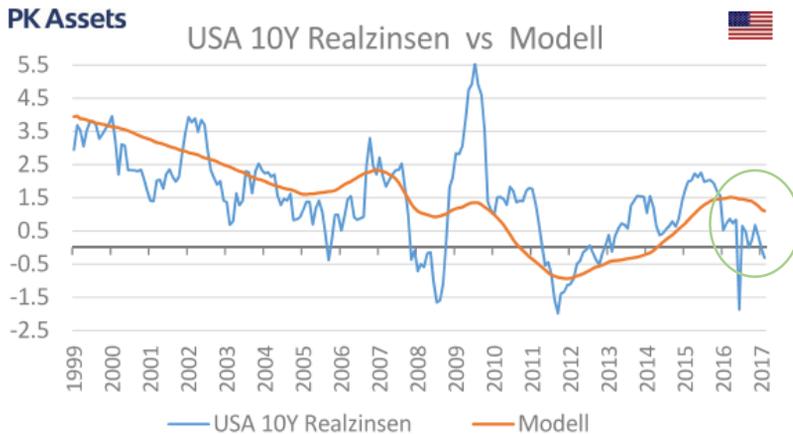
## Realzinsen basierend auf Core CPI:





# USA: Realzinsen deutlich zu tief

## Realzinsen basierend auf Total CPI:



## Lange Leitzinsen:

### Keine Sicherheitsmarge für steigende Teuerung

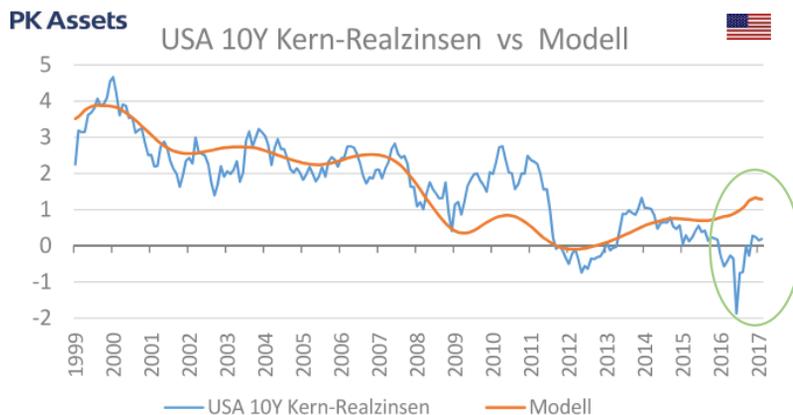
Die Hauptvariablen unserer Bewertung sind Wirtschaftswachstum, Arbeitsmarkt, Notenbank, IMF Output Gaps, OECD Leading Indicators, Ölpreis und Wachstumspotentiale

- Auf Basis Total CPI sind die Realzinsen um ca. 1.4% zu tief
- Auch auf Basis Core CPI sind die Realzinsen um ca. 1.1% zu tief

Das bedeutet:

- Der Bondmarkt ist zu teuer

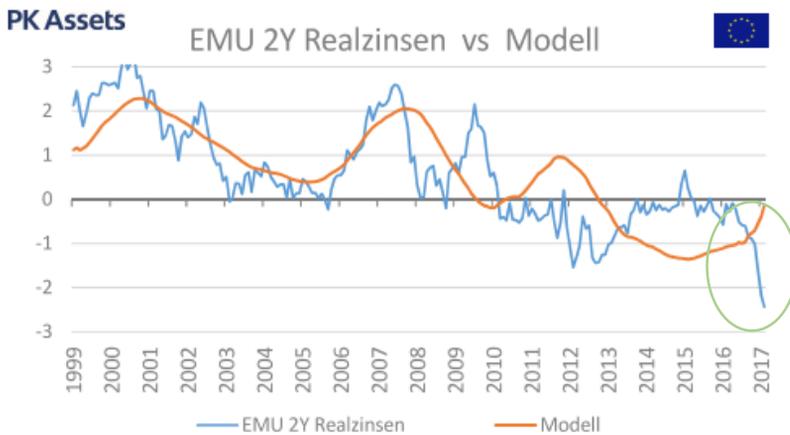
## Realzinsen basierend auf Core CPI:





# EMU: Realzinsen deutlich zu tief

## Realzinsen basierend auf Total CPI:



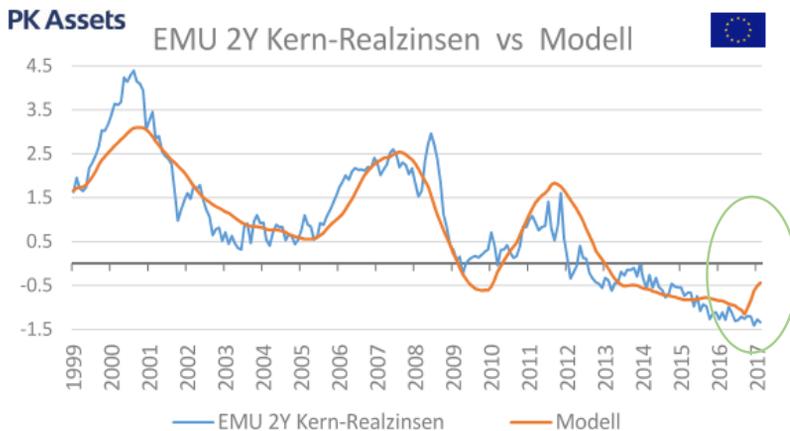
## Kurze Leitzinsen:

Keine Sicherheitsmarge für steigende Teuerung oder politische Risiken

Die Hauptvariablen unserer Bewertung sind Wirtschaftswachstum, Arbeitsmarkt und NAIRU, Notenbank, IMF Output Gaps, OECD Leading Indicators, Sentiment, Ölpreis und Länderrisiko

- Die Gewichtung erfolgt analog zu JPMorgan
- Auf Basis Total CPI sind die Realzinsen um ca. 2.3% zu tief
- Auch auf Basis Core CPI sind die Realzinsen um ca. 0.9% zu tief

## Realzinsen basierend auf Core CPI:



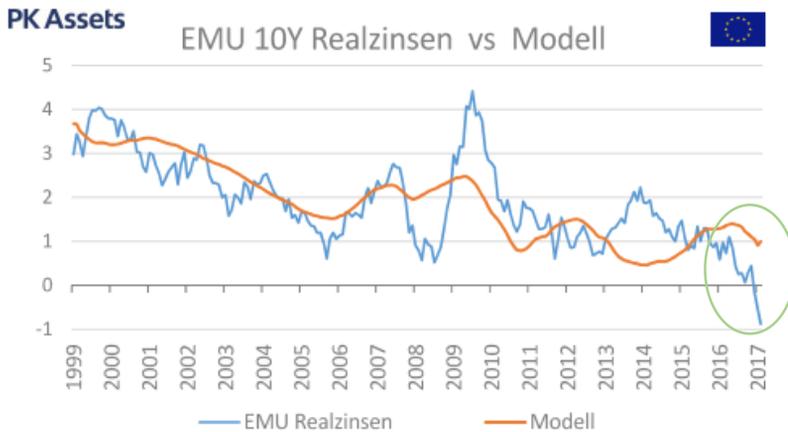
Das bedeutet:

- Der Bondmarkt ist zu teuer



# EMU: Realzinsen deutlich zu tief

## Realzinsen basierend auf Total CPI:



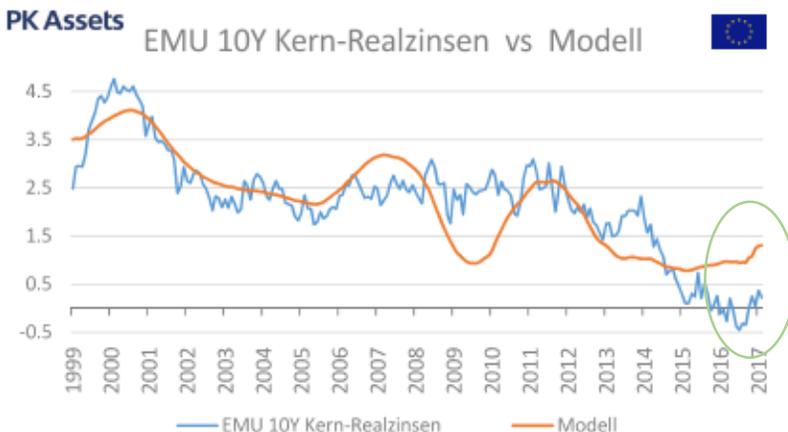
## Lange Leitzinsen:

Keine Sicherheitsmarge für steigende Teuerung oder politische Risiken

Die Hauptvariablen unserer Bewertung sind Wirtschaftswachstum, Arbeitsmarkt, Notenbank, IMF Output Gaps, OECD Leading Indicators, Ölpreis und Länderrisiko

- Die Gewichtung erfolgt analog zu JPMorgan
- Auf Basis Total CPI sind die Realzinsen um ca. 1.9% zu tief
- Auch auf Basis Core CPI sind die Realzinsen um ca. 1.1% zu tief

## Realzinsen basierend auf Core CPI:



Das bedeutet:

- Der Bondmarkt ist zu teuer

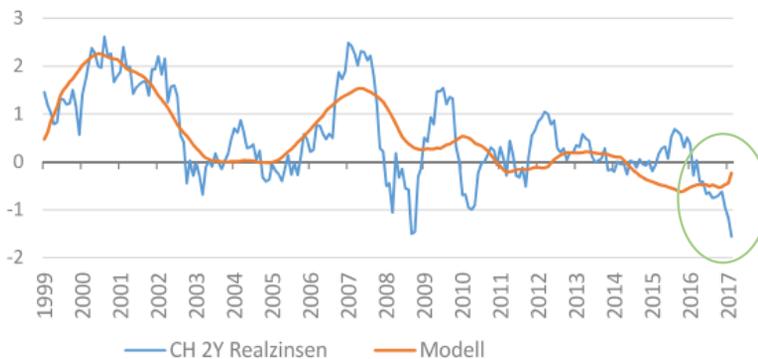


# CH: Realzinsen leicht zu tief

## Realzinsen basierend auf Total CPI:

PK Assets

CH 2Y Realzinsen vs Modell



## Kurze Leitzinsen:

### Die starke Währung schlagt voll durch

Die Hauptvariablen unserer Bewertung sind Notenbank, Arbeitsmarkt und Währung, Volatilität des BIP und Ölpreis

- Auf Basis Total CPI sind die Realzinsen um ca. 1.3% zu tief
- Auch auf Basis Core CPI sind die Realzinsen um ca. 0.9% zu tief

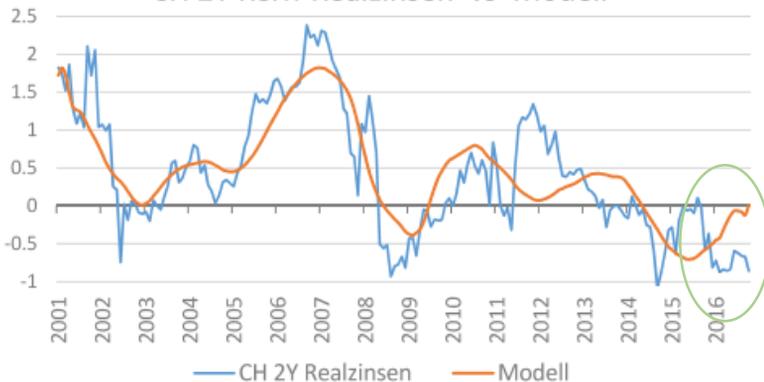
Das bedeutet:

- Der Bondmarkt ist leicht zu teuer

## Realzinsen basierend auf Core CPI:

PK Assets

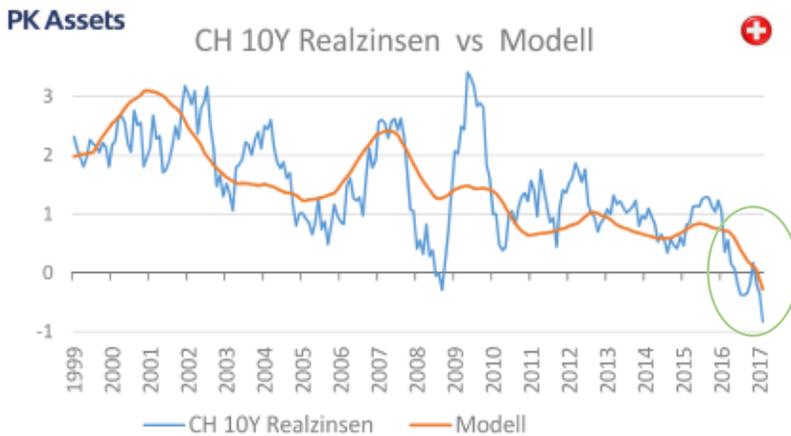
CH 2Y Kern-Realzinsen vs Modell





# CH: Realzinsen leicht zu tief

## Realzinsen basierend auf Total CPI:



## Lange Leitzinsen:

### Die starke Währung schlägt voll durch

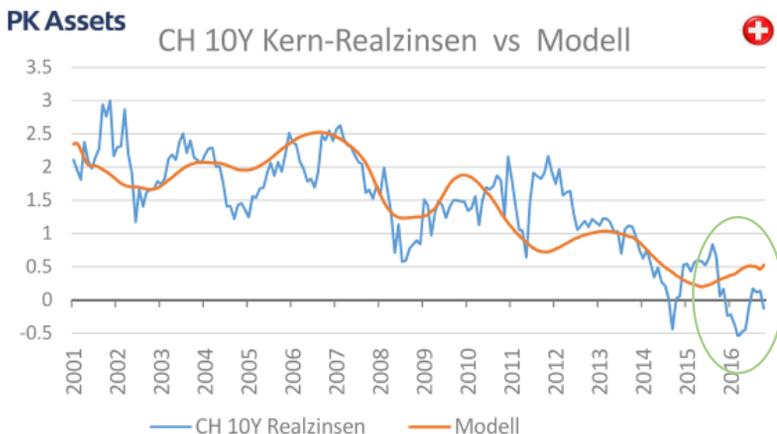
Die Hauptvariablen unserer Bewertung sind Notenbank, Arbeitsmarkt und Währung, Volatilität des BIP und Ölpreis

- Auf Basis Total CPI sind die Realzinsen um ca. 0.6% zu tief
- Auch auf Basis Core CPI sind die Realzinsen um ca. 0.7% zu tief

Das bedeutet:

- Der Bondmarkt ist leicht zu teuer

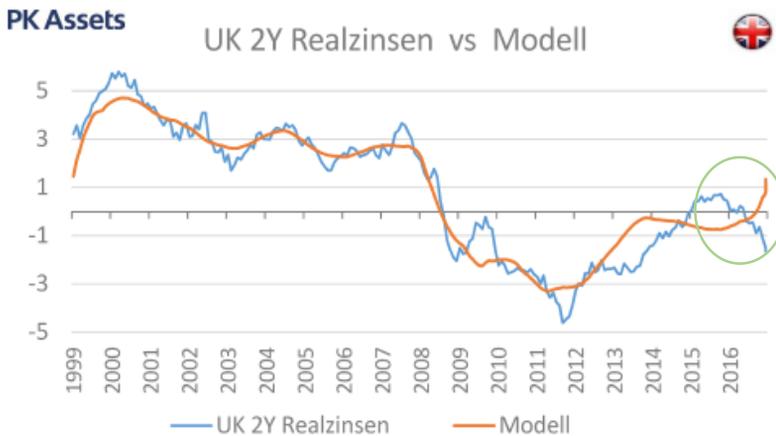
## Realzinsen basierend auf Core CPI:





# UK: Realzinsen deutlich zu tief

## Realzinsen basierend auf Total CPI:



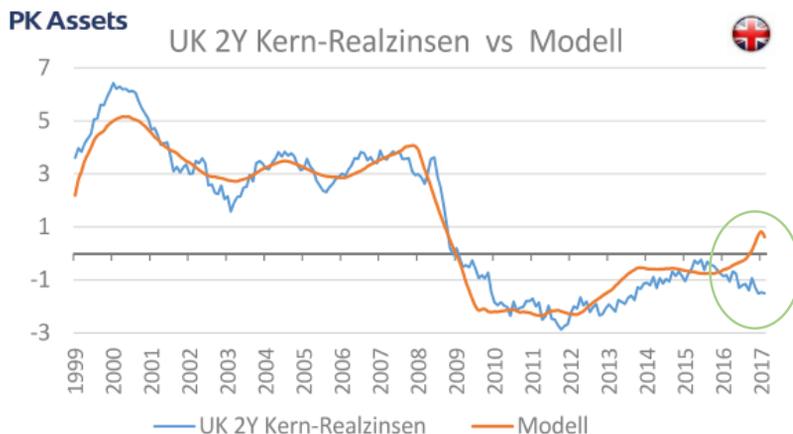
## Kurze Leitzinsen:

### Unbekannte Brexit-Konsequenzen drücken Realrenditen nach unten

Die Hauptvariablen unserer Bewertung sind Wirtschaftswachstum, Output Gap, NAIRU vs. Arbeitsmarkt, Leading Indicators, Notenbank, Ölpreis und Inflationserwartungen

- Auf Basis Total CPI sind die Realzinsen um ca. 3% zu tief, exakt wie in den USA
- Auch auf Basis Core CPI sind die Realzinsen um ca. 1.7% zu tief

## Realzinsen basierend auf Core CPI:



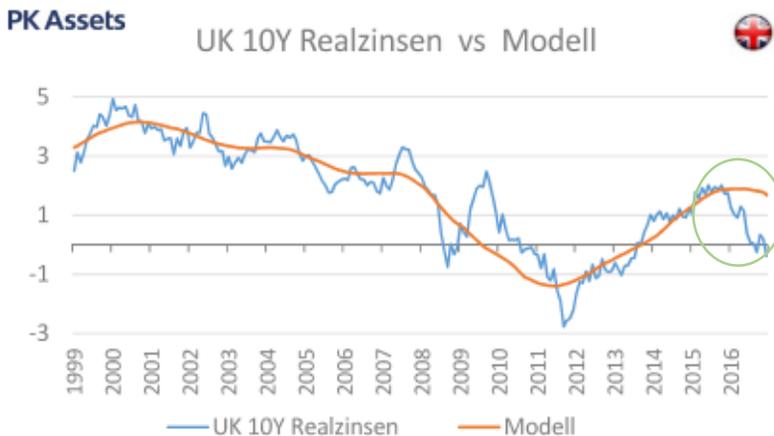
Das bedeutet:

- Der Bondmarkt ist zu teuer



# UK: Realzinsen deutlich zu tief

## Realzinsen basierend auf Total CPI:



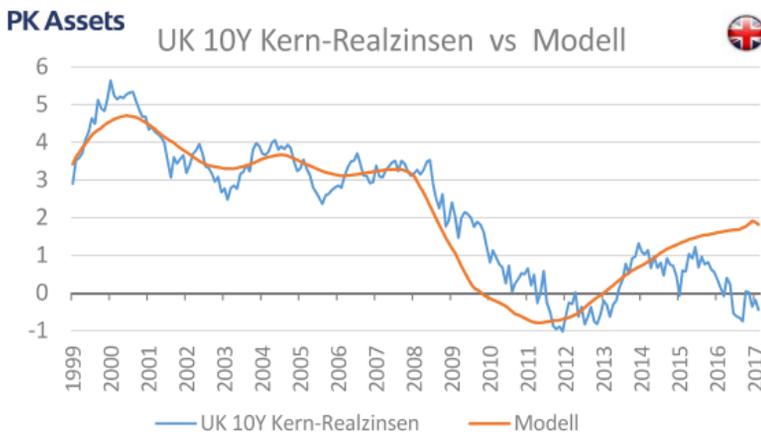
## Lange Leitzinsen:

### Unbekannte Brexit-Konsequenzen drücken Realrenditen nach unten

Die Hauptvariablen unserer Bewertung sind Wirtschaftswachstum, Output Gap, NAIKU vs. Arbeitsmarkt, Leading Indicators, Notenbank, Ölpreis und Inflationserwartungen

- Auf Basis Total CPI sind die Realzinsen um ca. 2.1% zu tief, exakt wie in den USA
- Auch auf Basis Core CPI sind die Realzinsen um ca. 2.2% zu tief

## Realzinsen basierend auf Core CPI:



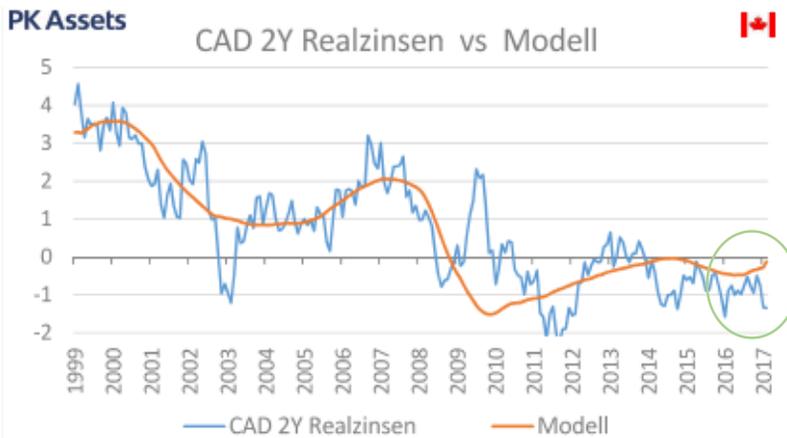
Das bedeutet:

- Der Bondmarkt ist zu teuer



# CAN: Realzinsen leicht zu tief

## Realzinsen basierend auf Total CPI:



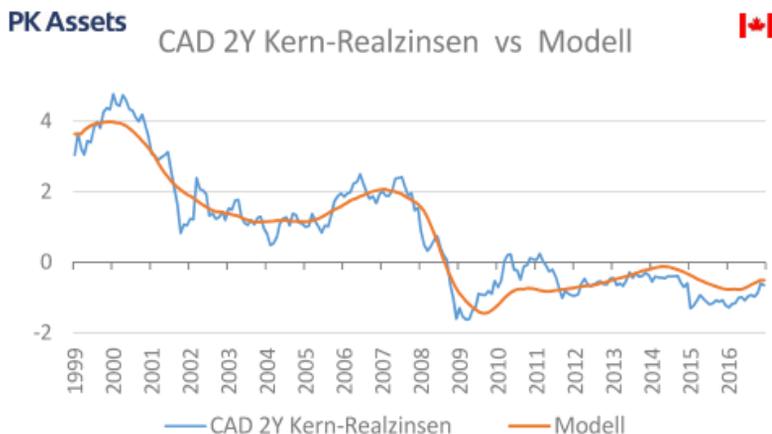
## Kurze Leitzinsen:

### Wenig Momentum in der Wirtschaft

Die Hauptvariablen unserer Bewertung sind Wirtschaftswachstum, Output Gap, NAIRU vs. Arbeitsmarkt, Leading Indicators, Notenbank, Ölpreis und Inflationserwartungen

- Auf Basis Total CPI sind die Realzinsen um ca. 1.2% zu tief, exakt wie in den USA
- Auf Basis Core CPI sind die Realzinsen knapp korrekt

## Realzinsen basierend auf Core CPI:



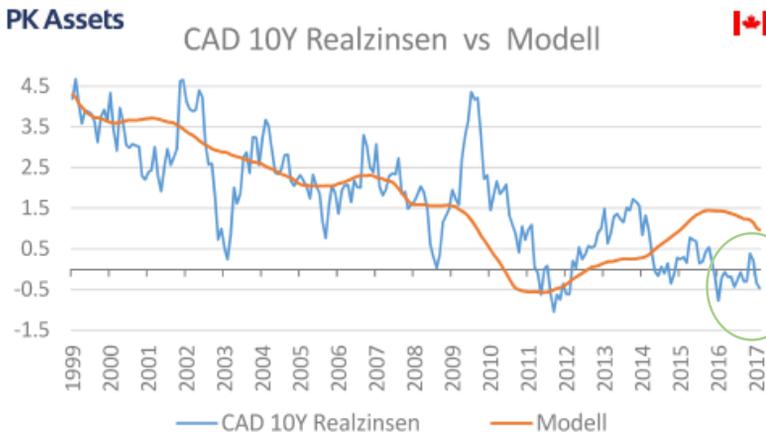
Das bedeutet:

- Der Bondmarkt ist weniger teuer als das U.S. Pendant



# CAN: Realzinsen leicht zu tief

## Realzinsen basierend auf Total CPI:



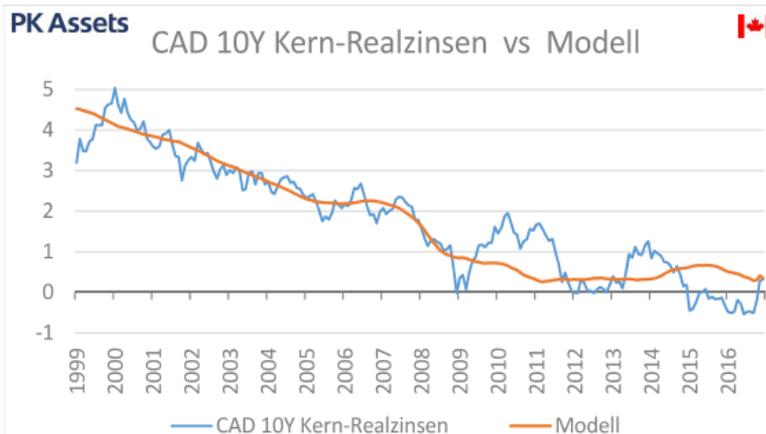
## Lange Leitzinsen:

## Wenig Momentum in der Wirtschaft

Die Hauptvariablen unserer Bewertung sind Wirtschaftswachstum, Output Gap, NAIRU vs. Arbeitsmarkt, Leading Indicators, Notenbank, Ölpreis und Inflationserwartungen

- Auf Basis Total CPI sind die Realzinsen um ca. 1.4% zu tief, exakt wie in den USA
- Auf Basis Core CPI sind die Realzinsen korrekt

## Realzinsen basierend auf Core CPI:



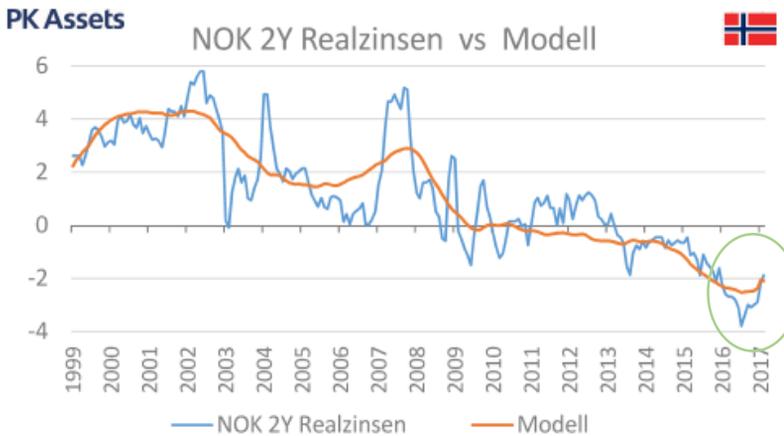
Das bedeutet:

- Der Bondmarkt ist weniger teuer als das U.S. Pendant



# NOR: Realzinsen korrekt

## Realzinsen basierend auf Total CPI:



## Kurze Leitzinsen:

### Unbekannte Brexit-Konsequenzen drücken Realrenditen nach unten

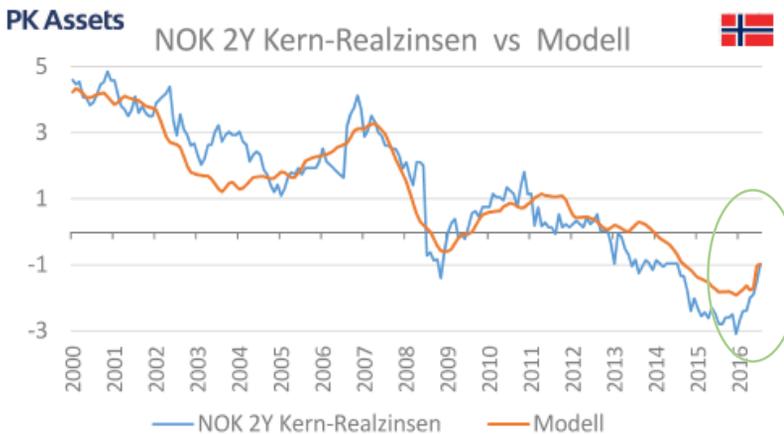
Die Hauptvariablen unserer Bewertung sind Wirtschaftswachstum, Output Gap, NAIRU vs. Arbeitsmarkt, Leading Indicators, Notenbank und Inflationserwartungen; China

- Auf Basis Total CPI sind die Realzinsen korrekt
- Auf Basis Core CPI sind die Realzinsen korrekt

Das bedeutet:

- Der Bondmarkt ist im Lot

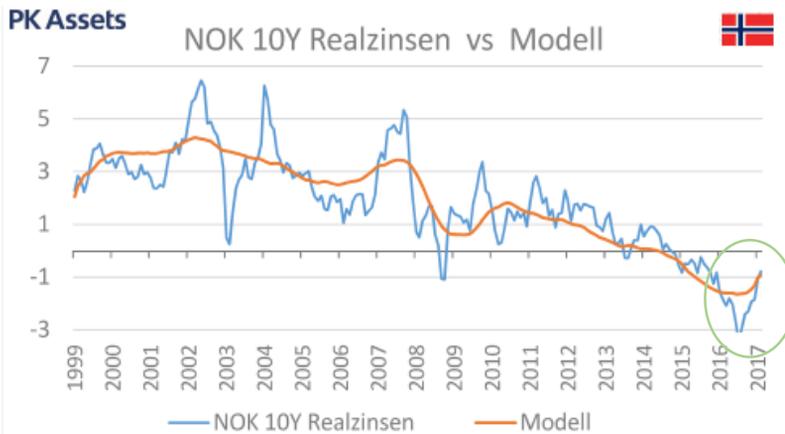
## Realzinsen basierend auf Core CPI:





# NOR: Realzinsen korrekt

## Realzinsen basierend auf Total CPI:



## Lange Leitzinsen:

### Unbekannte Brexit-Konsequenzen drücken Realrenditen nach unten

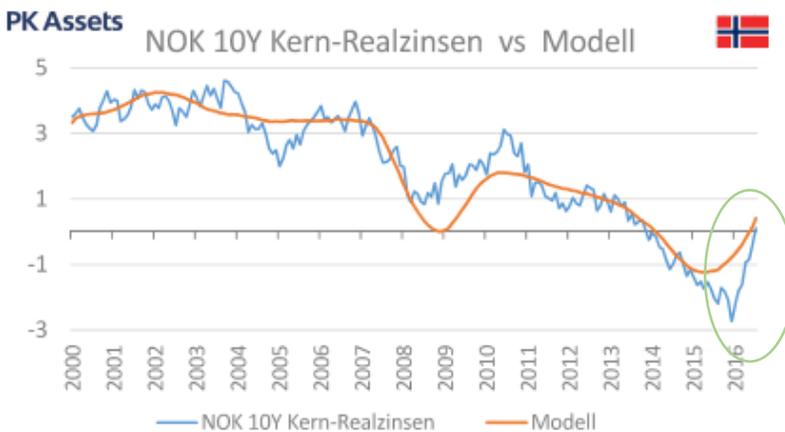
Die Hauptvariablen unserer Bewertung sind Wirtschaftswachstum, Output Gap, NAIRU vs. Arbeitsmarkt, Leading Indicators, Notenbank und Inflationserwartungen; China

- Auf Basis Total CPI sind die Realzinsen korrekt
- Auf Basis Core CPI sind die Realzinsen um ca. 0.3% zu tief

Das bedeutet:

- Der Bondmarkt ist im Lot

## Realzinsen basierend auf Core CPI:



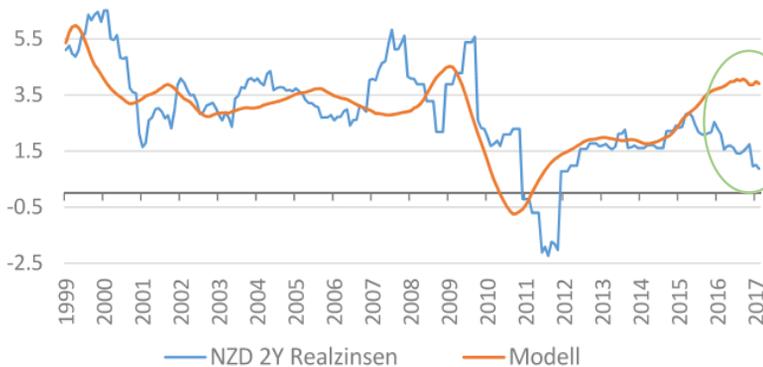


## NZ: Realzinsen deutlich zu tief

### Realzinsen basierend auf Total CPI:

PK Assets

NZD 2Y Realzinsen vs Modell



### Kurze Leitzinsen:

### Notenbank hat den Bondmarkt im Griff

Die Hauptvariablen unserer Bewertung sind Wirtschaftswachstum, Output Gap, NAIRU vs. Arbeitsmarkt, Leading Indicators, Notenbank, Öl und Inflationserwartungen

- Auf Basis Total CPI sind die Realzinsen um 3% zu tief
- Auf Basis Core CPI sind die Realzinsen um ca. 1.8% zu tief

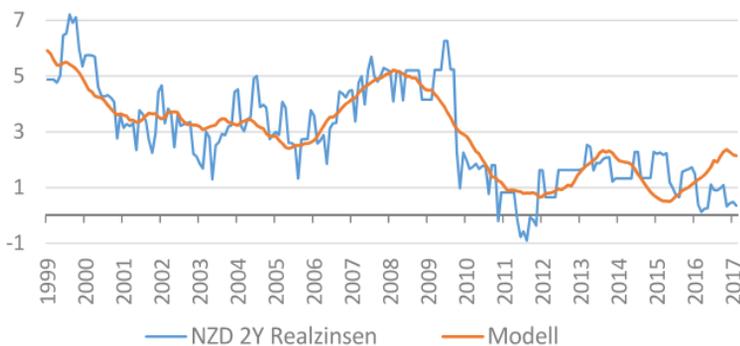
Das bedeutet:

- Der Bondmarkt ist zu teuer

### Realzinsen basierend auf Core CPI:

PK Assets

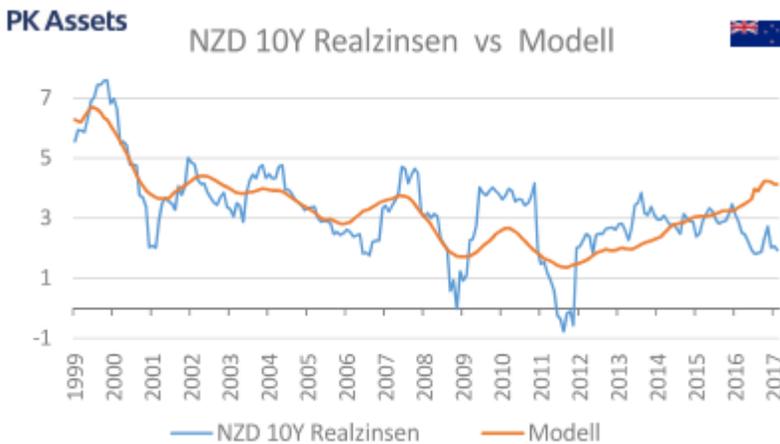
NZD 2Y Kern-Realzinsen vs Modell



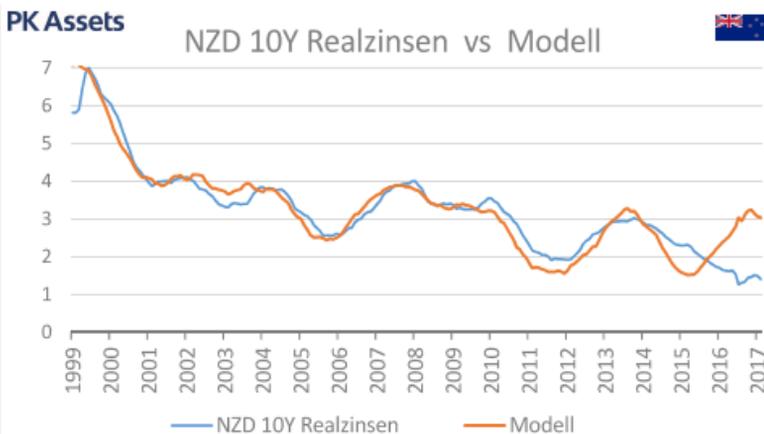


## NZ: Realzinsen deutlich zu tief

### Realzinsen basierend auf Total CPI:



### Realzinsen basierend auf Core CPI:



### Lange Leitzinsen:

### Notenbank hat den Bondmarkt im Griff

Die Hauptvariablen unserer Bewertung sind Wirtschaftswachstum, Output Gap, NAIRU vs. Arbeitsmarkt, Leading Indicators, Notenbank, Öl und Inflationserwartungen

- Auf Basis Total CPI sind die Realzinsen um 2.2% zu tief
- Auf Basis Core CPI sind die Realzinsen um ca. 1.6% zu tief

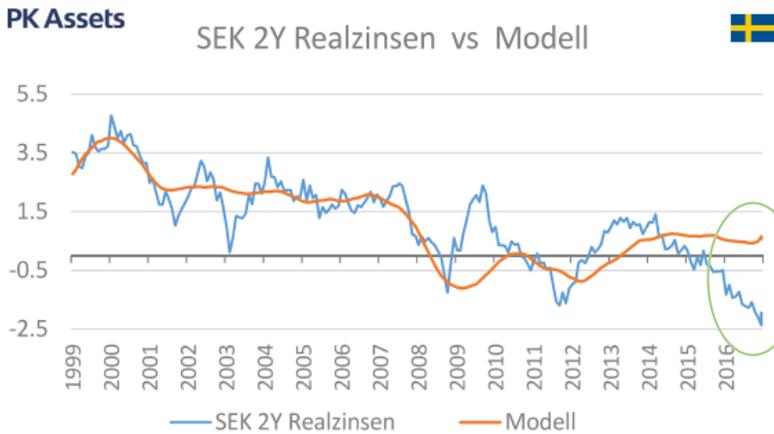
Das bedeutet:

- Der Bondmarkt ist zu teuer



# SWE: Realzinsen deutlich zu tief

## Realzinsen basierend auf Total CPI:



## Kurze Leitzinsen:

### Unbekannte Brexit-Konsequenzen drücken Realrenditen nach unten

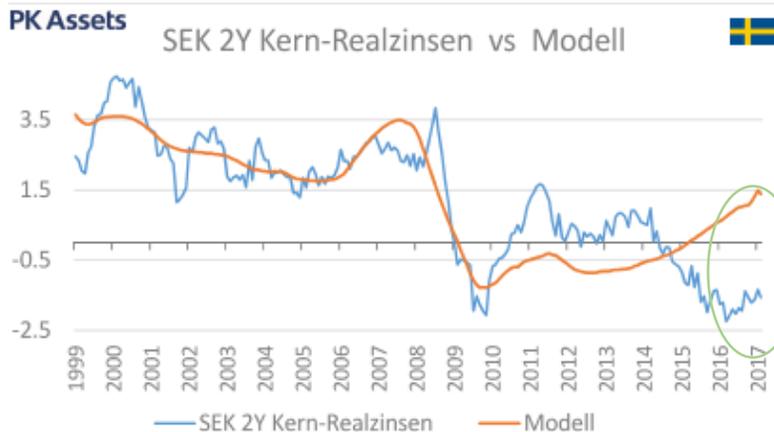
Die Hauptvariablen unserer Bewertung sind Wirtschaftswachstum, Leading Indicators, Notenbank, Ölpreis und Inflationserwartungen

- Auf Basis Total CPI sind die Realzinsen 2.6% zu tief
- Auf Basis Core CPI sind die Realzinsen um ca. 2.9% zu tief

Das bedeutet:

- Der Bondmarkt deutlich zu teuer

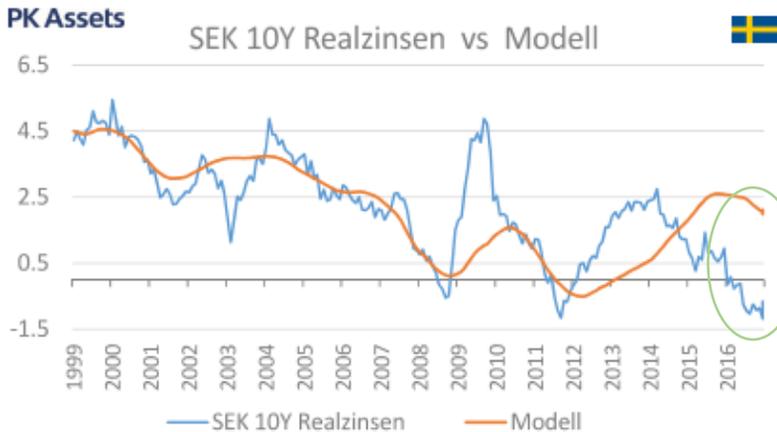
## Realzinsen basierend auf Core CPI:





## SWE: Realzinsen deutlich zu tief

### Realzinsen basierend auf Total CPI:



### Lange Leitzinsen:

### Unbekannte Brexit-Konsequenzen drücken Realrenditen nach unten

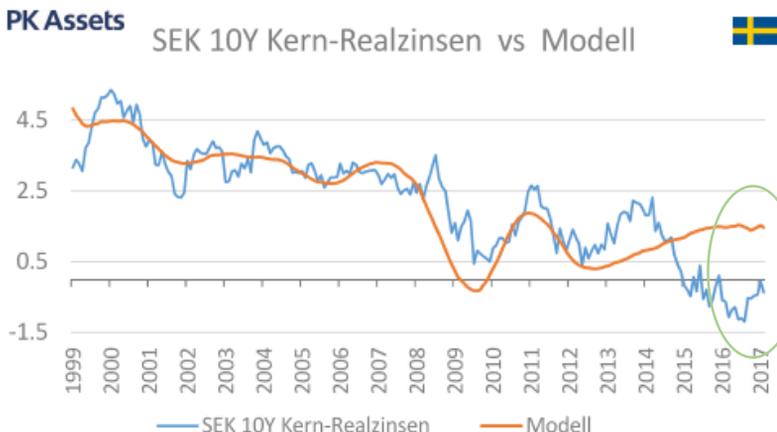
Die Hauptvariablen unserer Bewertung sind Wirtschaftswachstum, Leading Indicators, Notenbank, Ölpreis und Inflationserwartungen

- Auf Basis Total CPI sind die Realzinsen 3% zu tief
- Auf Basis Core CPI sind die Realzinsen um ca. 1.8% zu tief

Das bedeutet:

- Der Bondmarkt deutlich zu teuer

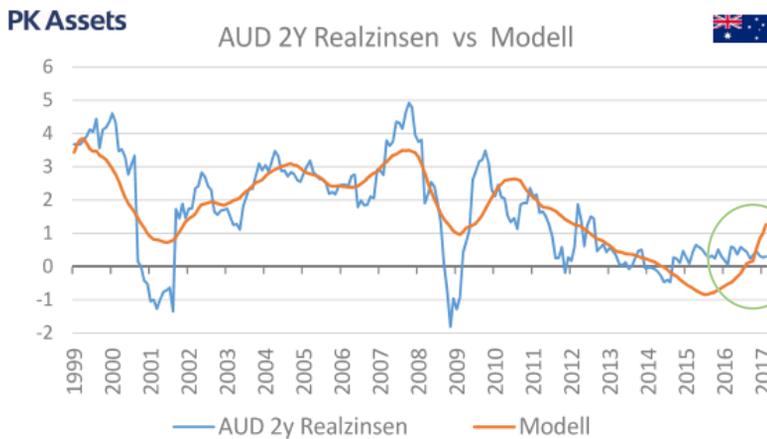
### Realzinsen basierend auf Core CPI:





# AUD: China macht den Bondmarkt teuer

Realzinsen basierend auf Total CPI:



Kurze Leitzinsen:

Unbekannte Brexit-Konsequenzen drücken Realrenditen nach unten

Die Hauptvariablen unserer Bewertung sind Wirtschaftswachstum, Leading Indicators, Notenbank, Arbeitsmarkt, China, Ölpreis und Inflationserwartungen

- Auf Basis Total CPI sind die Realzinsen 2.6% zu tief

Das bedeutet:

- Der Bondmarkt ist zu teuer

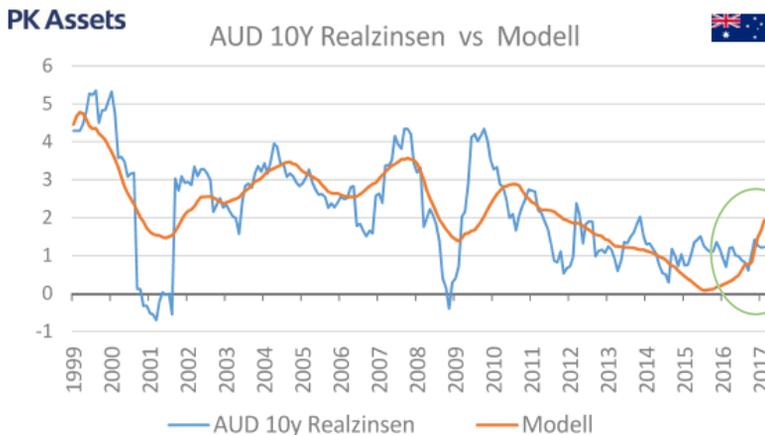
Realzinsen basierend auf Core CPI:

*Australien veröffentlicht keine Kerninflation*



# AUD: China macht den Bondmarkt teuer

Realzinsen basierend auf Total CPI:



Realzinsen basierend auf Core CPI:

Lange Leitzinsen:

Unbekannte Brexit-Konsequenzen drücken Realrenditen nach unten

Die Hauptvariablen unserer Bewertung sind Wirtschaftswachstum, Leading Indicators, Notenbank, Arbeitsmarkt, China, Ölpreis und Inflationserwartungen

- Auf Basis Total CPI sind die Realzinsen 0.7% zu tief

Das bedeutet:

- Der Bondmarkt ist zu teuer

*Australien veröffentlicht keine Kerninflation*

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