

PK Assets

Realzinsen:

Wie manipuliert sind die Zinsen?

Der Einfluss der Notenbanken auf die
Zinsen

www.pkassets.ch/marktanalysen

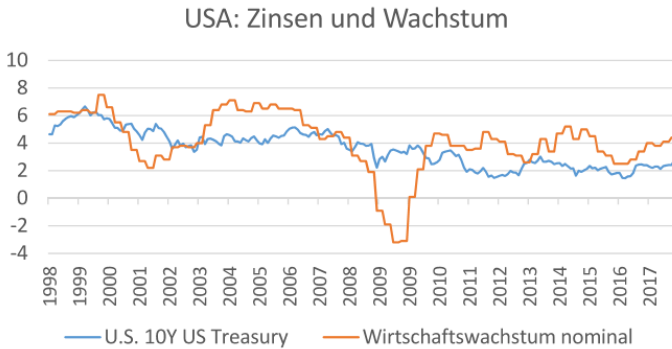
PK Assets AG Egglirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen

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

Mögest du in interessanten Zeiten leben

Alter chinesischer Fluch

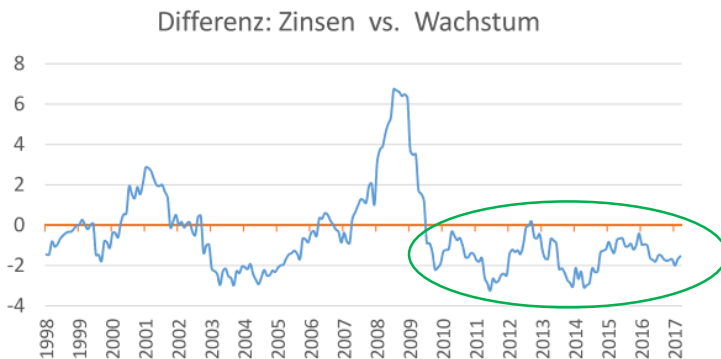
Die alte Gleichung funktioniert nicht mehr



- Die früher verwendete Gleichung **Zehnjahreszinsen = nominelles Wirtschaftswachstum** ist seit der Finanzkrise nicht mehr gültig
- Seit 2009 unterschießt das Niveau der Zinsen deutlich das Wirtschaftswachstum

Es gibt verschiedene Ansätze, diesen Sachverhalt zu erklären:

- Grosse Ersparnisaufkommen, die in die Bondmärkte fließen («Savings glut»)
- Fehlende Investitionsimpulse im Westen («Produktionsauslagerung nach China»)
- Inflationsfokussierung der Notenbanken führt zu Reduktion der Inflations-erwartungen («Tiefe Zeitprämie»),
- Fallende Produktivitätsfortschritte («Säkularer Abstieg des Potentialwachstums»)
- Demographie («Überalterung»)

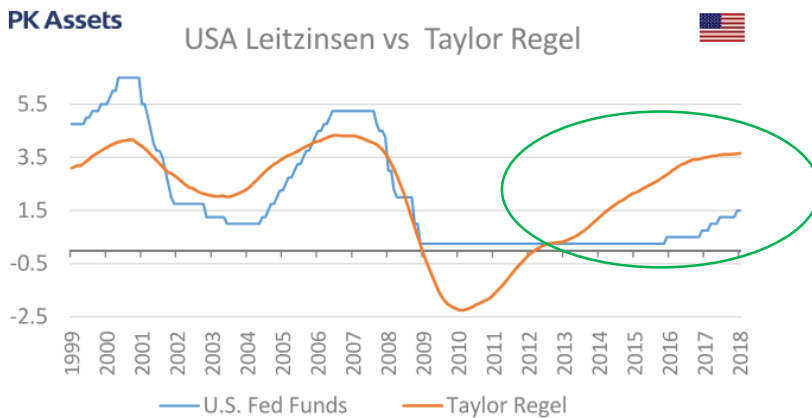


Unsere These:

Könnte es aber sein, dass es vielmehr die Notenbanken sind, die ihre Finger im Spiel haben?

Dieser Verdacht ist naheliegend

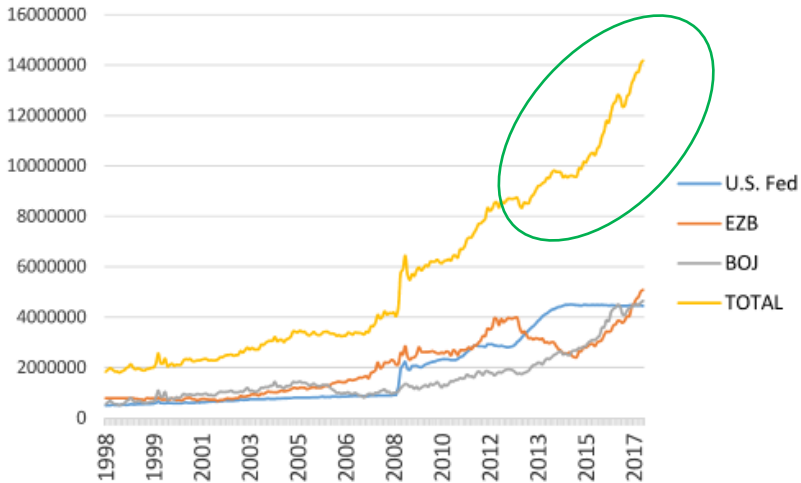
I Mit ultratiefen Leitzinsen verankern die Notenbanken die ganze Zinskurve



- Wir sind zwar keine Anhänger der Taylor Regel – denn sie öffnet Fragen als sie beantwortet – aber ein gewisser Zusammenhang zwischen Fundamentals und Leitzinsen macht zweifellos Sinn
- Beispiel USA: Wir glauben, dass die Leitzinsen seit 2012 deutlich zu tief sind, und dass sie auch seit dem Anfang des Zinserhöhungszyklus stimulierend geblieben sind
- Der Einfluss der Leitzinsen auf die kurzen Zinsen (2Y-Regierungsanleihen) ist **beträchtlich**, gemäss unseren Berechnungen je nach Währung bei 30-85%
- Der Einfluss der Leitzinsen auf die mittleren Zinsen (5Y-Regierungsanleihen) bleibt **hoch**, gemäss unseren Berechnungen je nach Währung bei 17-35%
- Der Einfluss der Leitzinsen auf die längeren Zinsen (10Y-Regierungsanleihen) bleibt **spürbar**, gemäss unseren Berechnungen je nach Währung bei 4-26%

Dieser Verdacht ist naheliegend

Notenbank-Bilanzen
in mio USD



II Die
Ausweitung der
Notenbank-
Bilanz drückt die
ganze Zinskurve
runter

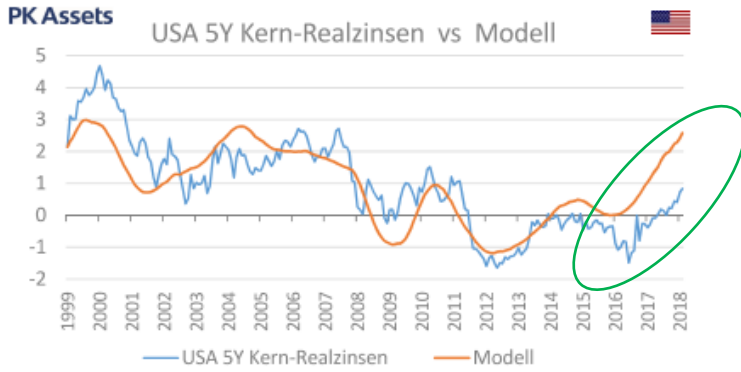
Und:

III «Stimulus is
fungible»

- Die Finanzmärkte interessiert es nicht woher die Liquidität kommt, Hauptsache sie kommt
- Zwar hat das U.S. Fed den Wahnsinn abgestoppt
- Aber die EZB und die Bank of Japan drucken weiter Geld wie von Sinnen
- Netto wird so global weiterhin massiv Geld gedruckt
- Diese Gelder fließen ohne durch Kapitalkontrollen behindert in die globalen Zins-Märkte und drücken permanent auf die Zinsen

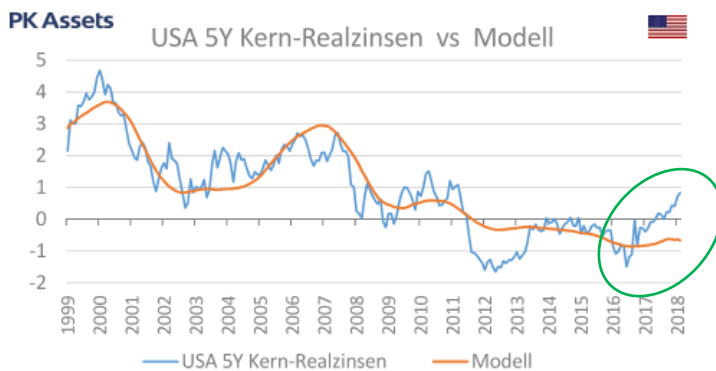
Fast zu schön um wahr zu sein

Modell Realzinsen ohne Notenbank-Einfluss



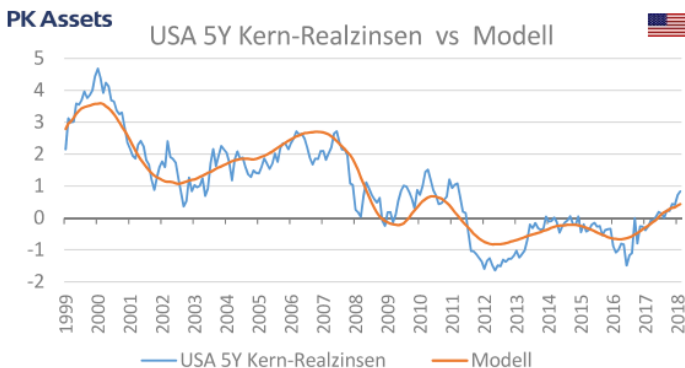
+

Notenbank-Einfluss



=

Komplettes Modell zu den Realzinsen



Schritt I: Wo wären die Realzinsen ohne Notenbank-Einfluss?

- Berücksichtigen wir nur Wachstum, Arbeitsmarkt, Inflationserwartungen, Löhne und Leading Indicators, dann wären die Zinsen deutlich höher

Schritt II: Modellierung des Notenbank-Einflusses

- Hier berücksichtigen wir die lokalen Leitzinsen und die Wertpapierkäufe der Big-3-Notenbanken kumuliert
- Man sieht wie die Notenbanken seit 2012 wie Blei auf den Zinsmärkten liegt

Schritt III: Vereinigung zum Gesamtmodell der Realzinsen

- Vereinigen wir die Fundamentals mit der Finanzrepression, dann erhalten wir überaus stimmiges Bild der effektiven Zinsmärkte
- **Wir glauben, es ist kein Zufall, dass der Einbau der Finanzrepression der Notenbanken die Zinsmärkte erklären kann**

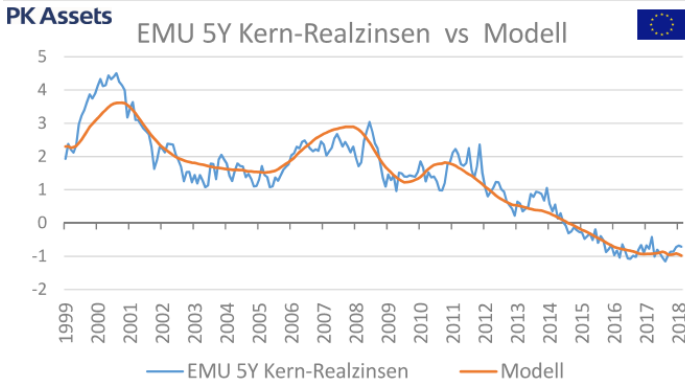
Übungsanleitung:

1. Wir nehmen unsere Modelle für die Realzinsen in den wichtigsten Währungen
2. Wir schauen, wo die Realzinsen ohne globale Finanzrepression wären
3. Wir addieren die Finanzrepression bestehend aus (zu tiefen) Leitzinsen lokal plus die Geldschwemme der Big-3-Notenbanken hinzu
4. Ist das so ermittelte Gesamtbild stimmig?
5. Gibt es lokale Unterschiede?
6. Wo ist der fundamentale Zinsdruck besonders hoch, wo tief?
7. Wo ist die Repression –und dementsprechend eine etwaige Umkehr der Notenbanken – besonders wichtig?
8. Verbindung von 6. & 7.: **Welche Zinsmärkte sind besonders in Gefahr?**

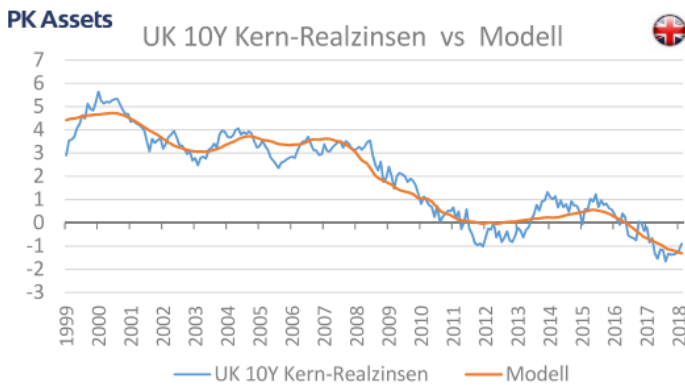
Unsere Modelle sind fast beängstigend genau

Grosse Evidenz für unsere Thesen

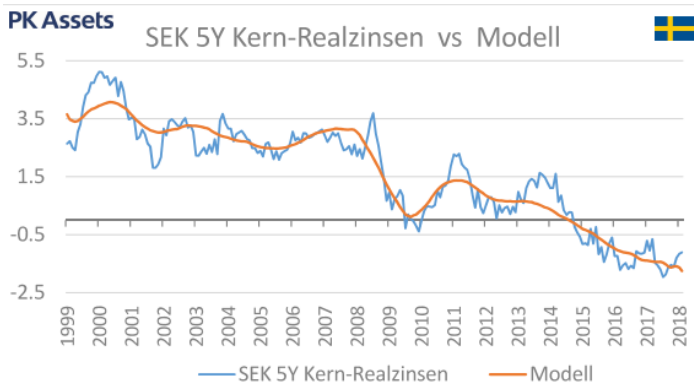
Beispiel: Total-Modell für die Eurozone 5y



Beispiel: Total-Modell für UK 10y



Beispiel: Total-Modell für Schweden 5y



Die gewohnten Mechanismen sind auch heute am Werk:

- Wachstum und Output Gap bleiben wichtig für die Realzinsen
- Ebenfalls der Arbeitsmarkt
- Je nach Aussenhandelsintensität sind die Währungen wichtig
- Löhne und Inflationserwartungen spielen oft das Zünglein an der Waage
- Mit dem Einbau von NB-Stimuli und Leitzinsen in diesen Kontext erreichen wir enorm hohe Determinations-Koeffizienten in unseren Modellen

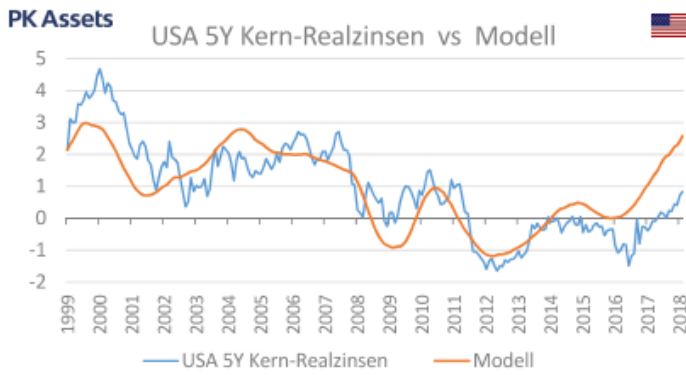
Die Korrelationen unserer Modelle mit den effektiven Marktdaten:

- 2-Jahresmodelle: 0.88-0.99
- 5-Jahresmodelle: 0.85-0.99
- 10-Jahresmodelle: 0.89-0.93

Die Resultate

USA: Eine grosse Überraschung!

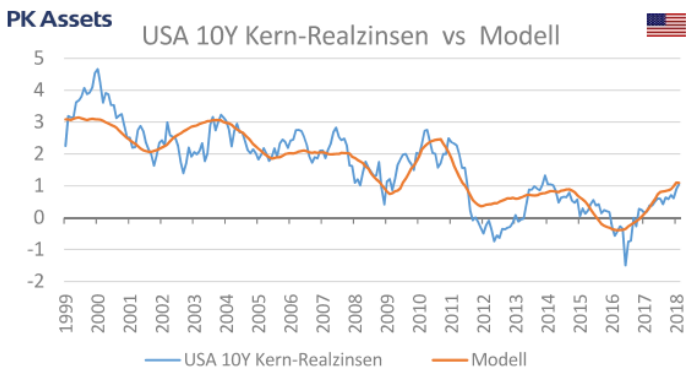
5Y Realzins ohne Finanzrepression



Im 5-Jahresbereich keine
Überraschung:

- Das Gesamtmodell ist stimmig
- Ohne Finanzrepression: Wachstum, Arbeitsmarkt und Leading Indicators sind stark, zu stark für die weiterhin tiefen Realzinsen
- Beide Repressionsarten – Leitzinsen und Notenbankbilanzen- sind am Werk

10Y Realzins ohne Finanzrepression

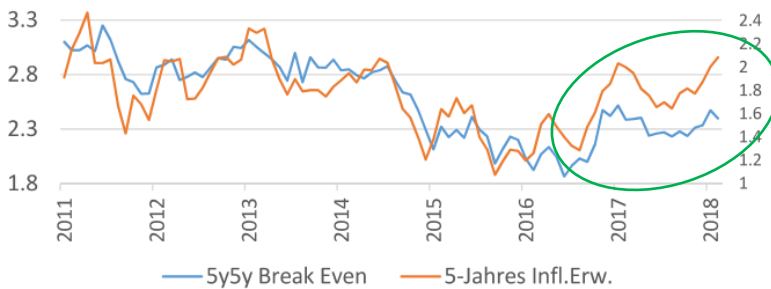


Im 10-Jahresbereich aber eine
grosse Überraschung:

- Das Gesamtmodell ist stimmig
- Aber auch ohne Finanzrepression zeigt unser Modell keine höheren Realzinsen an!
- Grund sind die weiterhin tiefen **Inflationserwartungen**, die wie Blei auf den Zinsen liegen
- Die Inflationserwartungen sind für den Rest des Jahres entscheidend, steigen sie, dann muss mit einer deftigen Bond-Korrektur gerechnet werden, sonst sind die Zinsen eine Kaufgelegenheit

Der wichtigste Chart der Zinsen-Welt

USA: Strategische vs. zyklische Inflationserwartungen



Folgen die «strategischen» Inflationserwartungen den «zyklischen» Inflationserwartungen

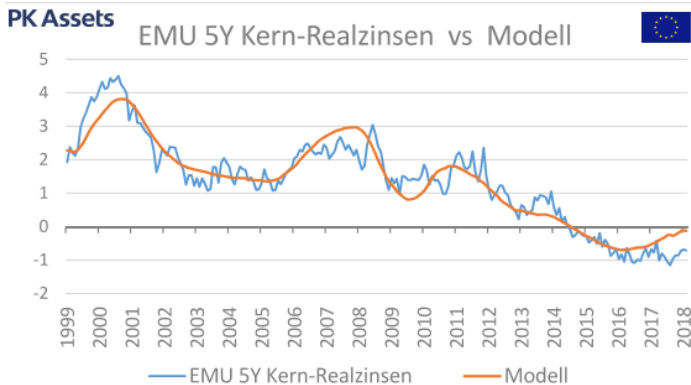
- Die volatilen, zyklischen 5-Jahres-Inflationserwartungen steigen
- Die strategischen, behäbigen aber umso wichtigeren strukturellen Inflationserwartungen («5-Jahres-Erwartungen in 5 Jahren?») folgen (noch?) nicht

Ein Anstieg der strategischen Zinserwartungen würde ein Erdbeben an den Bondmärkten auslösen

Steigen die 5y5y-Breakevens nicht an, dann ist der U.S. Bondmarkt wertvoll!

Eurozone: (noch) Leichter Druck

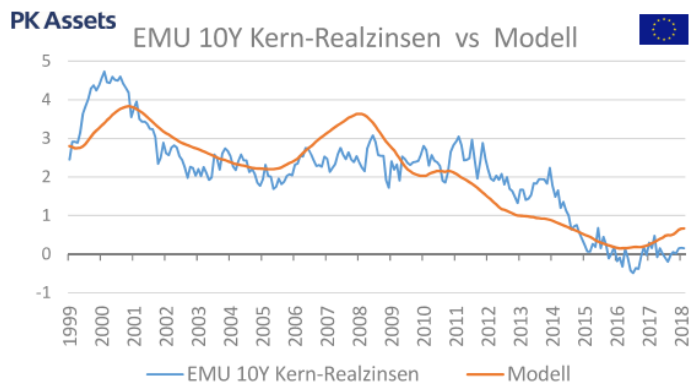
5Y Realzins ohne Finanzrepression



5-Jahresbereich: Etwas höhere Zinsen angesagt:

- Das Gesamtmodell ist stimmig
- Ohne Finanzrepression: Wachstum und Leading Indicator sprechen für höhere Zinsen, Währung und Inflationserwartungen deuten auf adäquate Realzinsen hin, die fallenden Länderrisikoprämien drücken runter
- Insgesamt fundamental etwas höhere Realzinsen gerechtfertigt

10Y Realzins ohne Finanzrepression

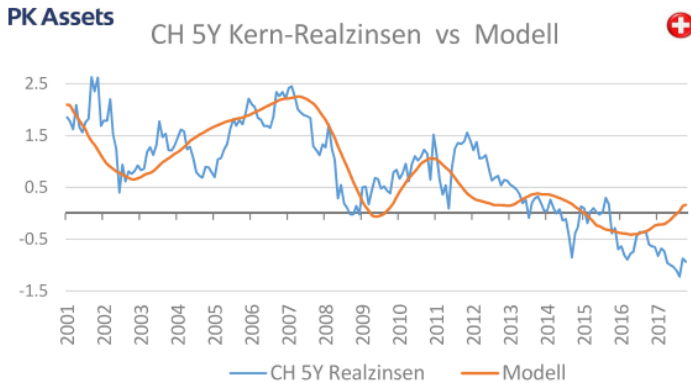


Auch der 10-Jahresbereich hat fundamental gedreht:

- Das Gesamtmodell ist stimmig
- Ohne Finanzrepression zeigt unser Modell etwas höhere Realzinsen an
- Auch hier sind die Inflationserwartungen weiterhin moderat
- Der Output Gap ist deutlich verbessert
- Wie Blei auf den Zinsen liegt der Rückgang der Länderrisiko-Prämien im Markt

Schweiz: Massiv manipuliert!

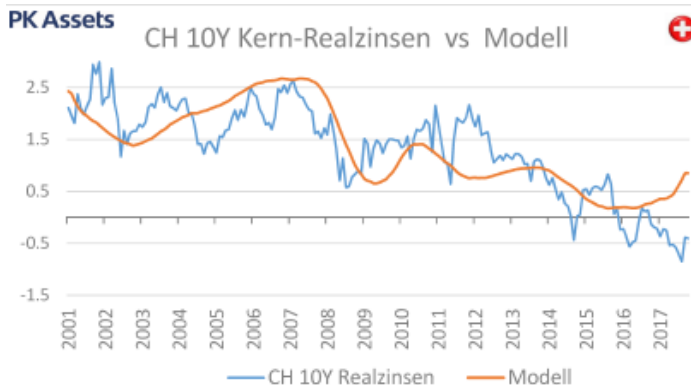
5Y Realzins ohne Finanzrepression



5-Jahresbereich: Deutlich höhere Realzinsen angesagt:

- Das Gesamtmodell ist stimmig
- Ohne Finanzrepression: Konjunktur und Währung haben sich genügend erholt um höhere Realzinsen zu rechtfertigen
- Es sind insbesondere die Wertpapierkäufe der Notenbanken global, die auf den Zinsen lasten

10Y Realzins ohne Finanzrepression

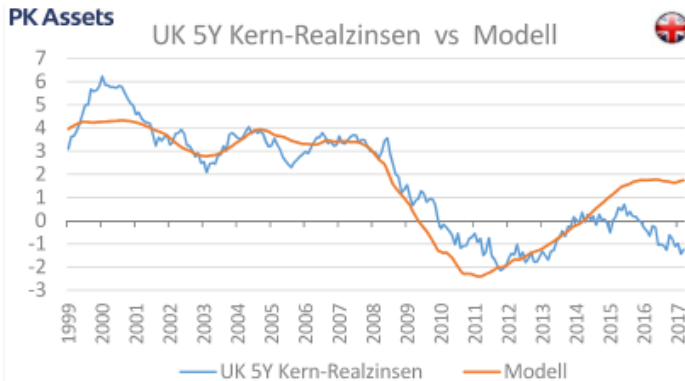


Auch der 10-Jahresbereich hat im 2017 fundamental gedreht:

- Das Gesamtmodell ist stimmig
- Ohne Finanzrepression: Konjunktur und Währung haben sich genügend erholt um höhere Realzinsen zu rechtfertigen
- Negative Realzinsen sind nicht vereinbar mit Konjunktur, Teuerung und Währung
- Es sind insbesondere die Wertpapierkäufe der Notenbanken global, die auf den Eidgenossen lasten

UK: Der bisher teuerste Markt

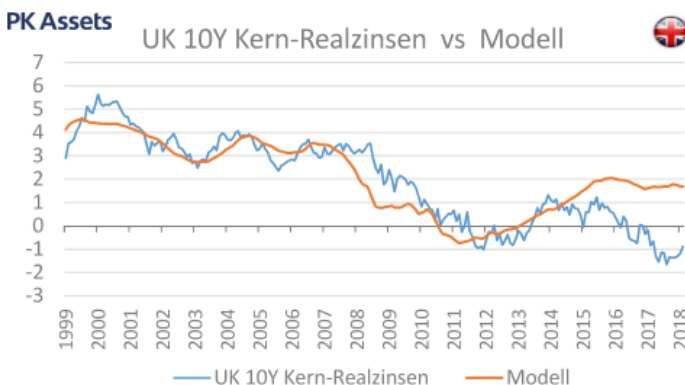
5Y Realzins ohne Finanzrepression



5-Jahresbereich deutlich höhere Realzinsen angesagt:

- Das Gesamtmodell ist stimmig
- Ohne Finanzrepression: Wachstum, Output Gap und Arbeitsmarkt fordern höhere Zinsen, die Unit Labor Costs dämpfen
- Die ultra-vorsichtige BOE mit den absurd tiefen Leitzinsen zieht die Kapitalmarktzinsen runter

10Y Realzins ohne Finanzrepression

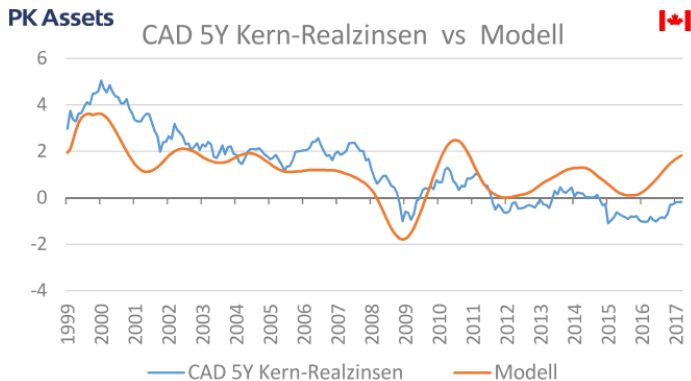


Auch der 10-Jahresbereich hat im 2017 fundamental gedreht:

- Das Gesamtmodell ist stimmig
- Ohne Finanzrepression: Besonders der Arbeitsmarkt schreit nach höheren Zinsen
- Negative Realzinsen sind nicht vereinbar mit Konjunktur, Teuerung und Währung
- Es sind hier insbesondere die Wertpapierkäufe der Notenbanken global, die auf den britischen Zinsen lasten

Kanada: Fokus Inflations- erwartungen

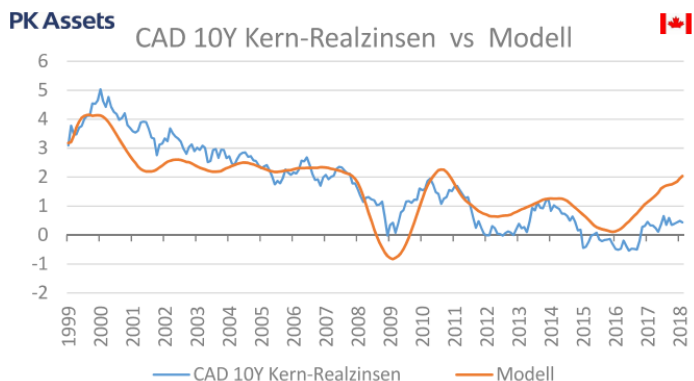
5Y Realzins ohne Finanzrepression



5-Jahresbereich deutlich höhere Realzinsen angesagt:

- Das Gesamtmodell ist stimmig
- Ohne Finanzrepression: Wachstum, Output Gap, Arbeitsmarkt und Output Gap fordern 2% höhere Zinsen
- Obwohl die hiesige Notenbank nicht speziell aktiv ist in der global entfesselten Notenbank-Orgie, ist der Bondmarkt massiv manipuliert durch die globalen Geldflüsse

10Y Realzins ohne Finanzrepression

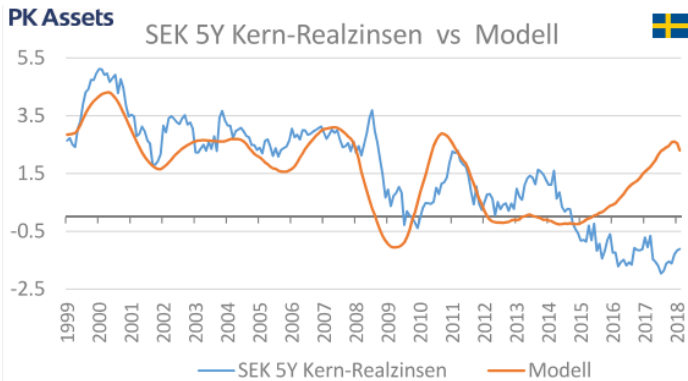


Auch der 10-Jahresbereich sieht teuer aus:

- Das Gesamtmodell ist stimmig
- Ohne Finanzrepression: Besonders der Arbeitsmarkt schreit nach höheren Zinsen
- Wären da nicht die enorm tiefen Inflationserwartungen
- Hier ist eine klare Verbindung zu den USA: Die Inflationserwartungen sind jetzt die Kerngröße, die man verfolgen muss

Schweden: Knallt der Korken?

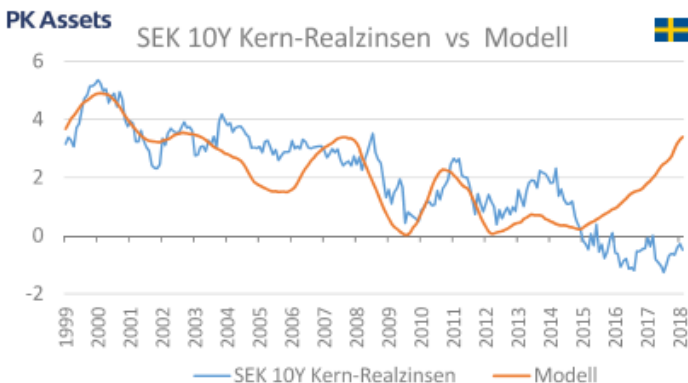
5Y Realzins ohne Finanzrepression



5-Jahresbereich massiv höhere Realzinsen angesagt:

- Das Gesamtmodell ist stimmig
- Ohne Finanzrepression: Wachstum, Output Gap, Arbeitsmarkt und Output Gap fordern deutlich höhere Zinsen
- Um den Korken in der Flasche zu behalten ist Schweden massiv mit Repressionen zu Gange
- Entsprechend hoch die Gewichtung von zu tiefen Leitzinsen und Wertpapierkäufen

10Y Realzins ohne Finanzrepression



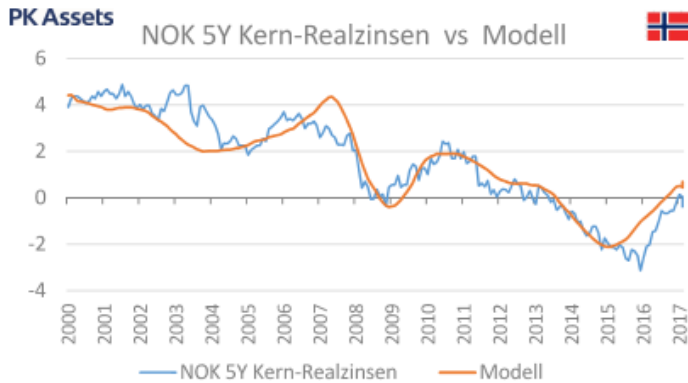
Auch der 10-Jahresbereich jenseits von gut und böse:

- Das Gesamtmodell ist stimmig
- Ohne Finanzrepression: Der schwedische Bondmarkt ist der teuerste weit und breit
- Auch hier im 10-Jahresbereich klammert sich Schweden an äusserste Finanzrepression
- Wie lange noch bis die Blase platzt?

Hat Norwegen die Ölkrise überwunden?

Norwegen: Deutlich weniger Dynamik, wenig überteuert

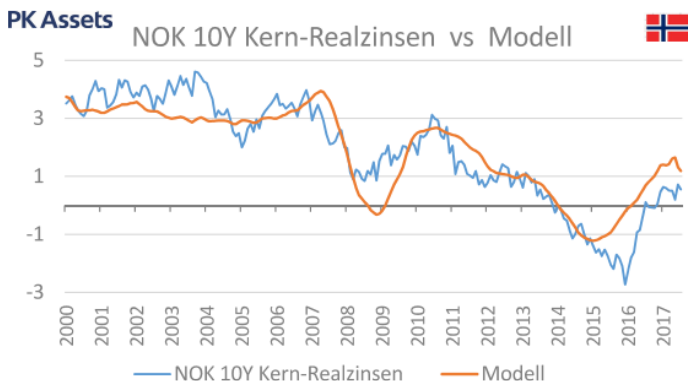
5Y Realzins ohne Finanzrepression



5-Jahresbereich: Kaum höhere Realzinsen angesagt:

- Das Gesamtmodell ist stimmig
- Ohne Finanzrepression: Zwar hilft der wieder gestiegene Ölpreis. Aber die wirtschaftliche Dynamik ist noch nicht hoch genug um deutlich höhere Realzinsen anzuzeigen
- Trotzdem ist auch hier die Finanzrepression virulent

10Y Realzins ohne Finanzrepression

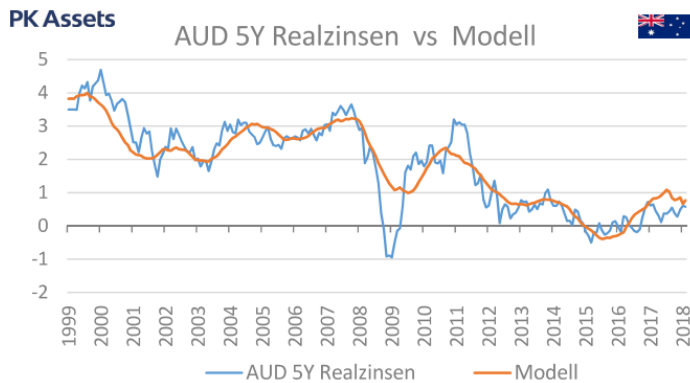


Auch der 10-Jahresbereich nicht überteuert:

- Das Gesamtmodell ist stimmig
- Ohne Finanzrepression: Der norwegische Bondmarkt ist der am wenigsten überteuerte weit und breit
- Trotzdem auch hier, der globalisierte Impuls der Liquidität ist auch hier am arbeiten

Australien: Wenn China hustet ...

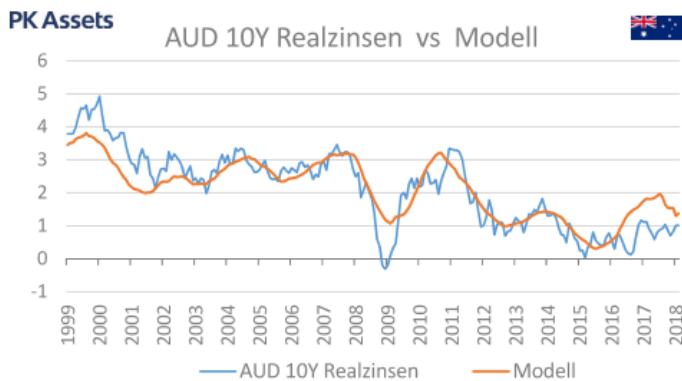
5Y Realzins ohne Finanzrepression



5-Jahresbereich: Kaum höhere Realzinsen angesagt:

- Das Gesamtmodell ist stimmig
- Ohne Finanzrepression: Flaches Wachstum und enttäuschende Exporte nach China lasten auf den Zinsen
- Im Falle Australiens ist die Gewichtung der Finanzrepression gering

10Y Realzins ohne Finanzrepression



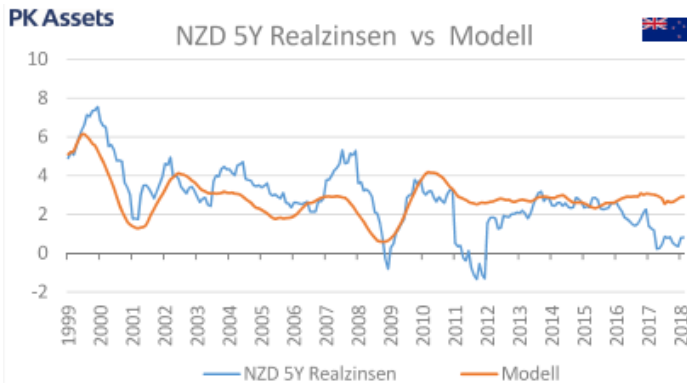
Auch der 10-Jahresbereich nicht überteuert:

- Das Gesamtmodell ist stimmig
- Ohne Finanzrepression: Flaches Wachstum und enttäuschende Exporte nach China lasten auf den Zinsen
- Australien ist auch der einzige Fall, in dem die Modell-Bewertungstrend der Zinsen nicht nach oben zeigt

Sieht Neuseeland dynamischer aus als Australien?

Neuseeland: Der globale Renditehunger drückt die Zinsen

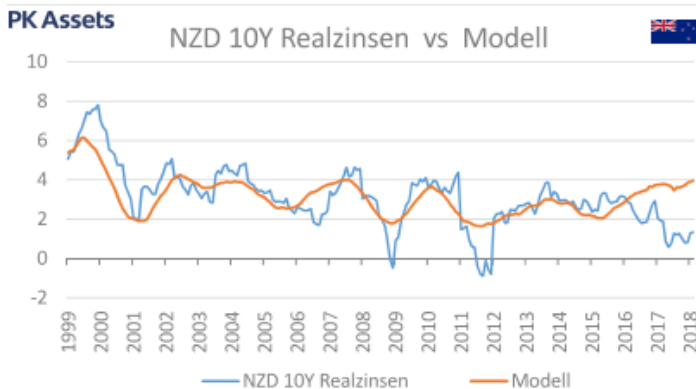
5Y Realzins ohne Finanzrepression



5-Jahresbereich: Klar höhere Realzinsen angesagt:

- Das Gesamtmodell ist stimmig
- Ohne Finanzrepression: Die Lage sieht besser aus als in Australien, aber auch hier bremsen die Exporte nach China
- Als High-Yielder gibt's laufend Nachfrage aus Tiefzins-Ländern

10Y Realzins ohne Finanzrepression



Auch der 10-Jahresbereich nicht überteuert:

- Das Gesamtmodell ist stimmig
- Ohne Finanzrepression: Flaches Wachstum und enttäuschende Exporte nach China lasten auf den Zinsen
- Bei insgesamt noch wenig Dynamik in der Wirtschaft braucht es nicht viel Finanzrepression um die Zinsen in Schach zu halten

Fazit:

Ausser Zweifel:

- Es steht für uns ausser Zweifel, dass die Notenbanken die Zinsen massiv herunter manipuliert haben
- Zu gut ist die Korrelation zwischen den Marktdaten und den Modellen

Die Spielarten der Finanzrepression wirken komplementär:

- Beide Varianten der Finanzrepression sind wichtig: Zu tiefe Leitzinsen und alle Spielarten von Quantitative Easing
- Damit erreicht man jeden Markt an jedem Ort der Zinskurve
- In allen unseren Modellen verbessern beide Inputs die Korrelation

Auch Mitläufer werden getroffen:

- Die globale Liquiditätsschwemme hat alle Winkel der Bondmärkte erreicht und manipuliert
- Auch Länder, deren Notenbanken nicht bei QE mitgemacht haben, verfügen jetzt über manipulierte Zinsmärkte

Stimuli sind fungibel:

- Wenn global netto Liquidität geschaffen wird spürt das jeder Teilmarkt in einem globalisierten Umfeld

Aber es gibt Nuancen

- Im 10-Jahresbereich z.B. alozieren wir auf die Finanzrepression 23% des Modells im Falle der USA bis 59% des Modells im Falle UK

Das Problem: Auch Tapering ist global

- Ende 2018 könnte netto die Liquidität abnehmen, dann wenn das Quantitative Tightening der USA das verbliebene QE von Japan und Europa überkompensiert. Was dann?
- Wir sind ziemlich sicher, dass auch eine Umkehr in der Liquiditätsschwemme im hintersten Winkel der Bond-Welt spürbar sein wird
- Die Fragwürdigen Vorteile dieses exzessiven Experiments der Notenbanken dürften dann Jahrzehntelang Bremsspuren in der globalen Konjunktur verursachen

Hier sieht's besonders teuer aus:

- UK, SEK, CH, CAD

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