

**PK Assets**

# Fixed Income 10/2019

Nach Textbuch weiter in  
den Abgrund

[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)

## Q4 18

- Das Fed stellt drei weitere **Zinserhöhungen** sowie den kontinuierlichen Abbau seiner Bilanz in Aussicht

## Q1 19

- Die Fed-Bombe: Das Fed beugt sich dem Finanz-Markt (einmal mehr), das Fed **bricht den Normalisierungskurs ab**
- Das Fed dreht mit nicht weniger als 3 Vollbremsungen komplett um:
  1. Das Fed sagt faktisch den Zinszyklus (nach oben) ab
  2. Das Fed gibt ein (baldiges) Datum für den Stop der Normalisierung der Notenbankbilanz
  3. Mit dem Reinvestment der MBS in den Treasury-Markt ist QE4 aufgegleist

## Q2 19

- Das **Fed kapituliert komplett** und stellt eine Zinssenkung in Aussicht
- Das Buzzword des Quartals ist «Japanification»

## Q3 19

- EZB und Fed reduzieren die Leitzinsen
- Das Buzzword des Quartals ist «Bond-Blase»

*«More than USD 15trn in negative yielding debt around the world: The greatest bubble any living investor has ever witnessed, dwarfing in its capital misallocation both the tech bubble of the late 1990s and the mortgage bubble of the mid 2000s. Inherent in any bubble is the belief that buying assets priced to destroy capital – internet stocks in 1999, Arizona real estate in 2006- makes sense because you will always be able to find a bigger sucker who will buy your valueless assets at an even higher price»»*

Louis-Vincent Gave 9/2019

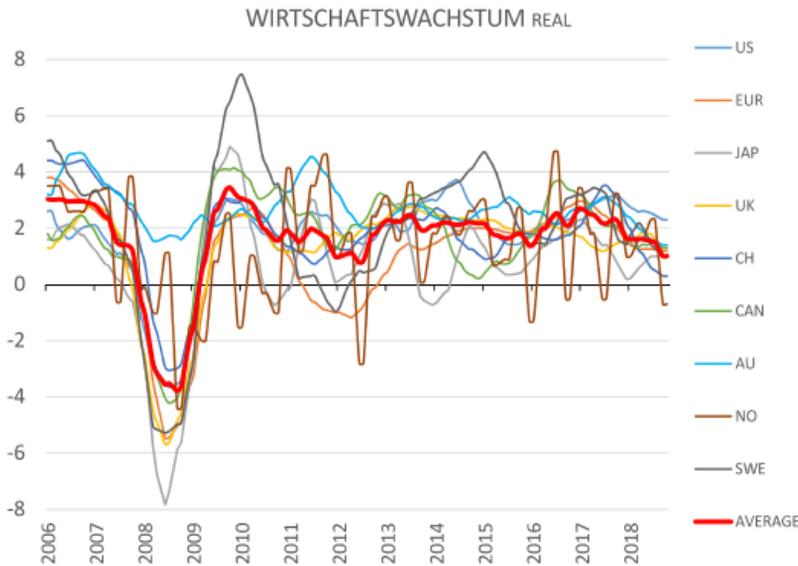
*«Greece draws negative yield for first time in 3-month bill sale»»*

Bloomberg 9.10.2019

Teil I

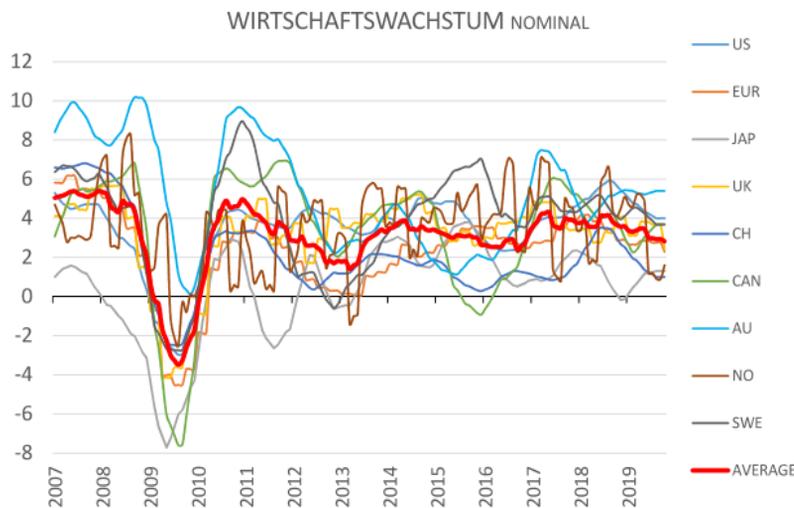
Was passierte im **3.** Semester?

# Makrodaten: BIP-Wachstum Sorgen!

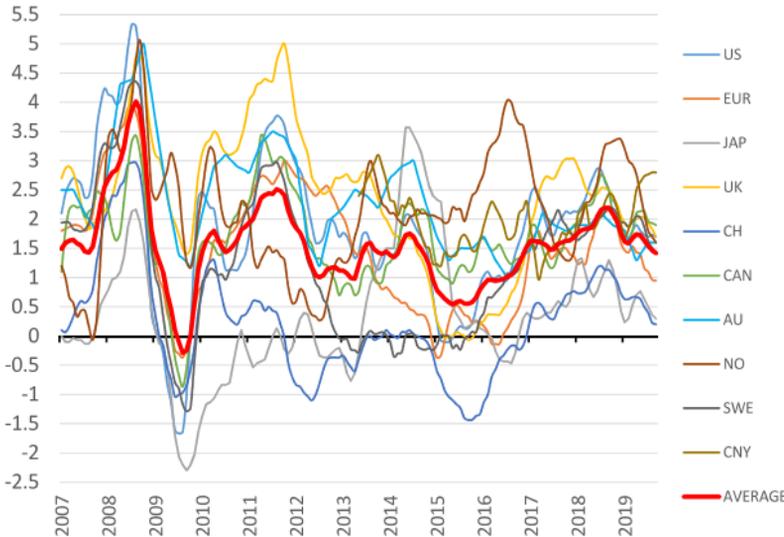


## Deutlicher Niedergang beim Wachstum v.a. real

- Ausgehend vom ungewichteten Mittel des hier gewählten Länder-Samples befindet sich das Wirtschaftswachstum von real 1.0% und nominal 2.8% unter dem Durchschnitt seit Ende 2006
- Zwar immer noch weit weg von Rezession und Krise
- Aber doch deutlich weg von der Spitze



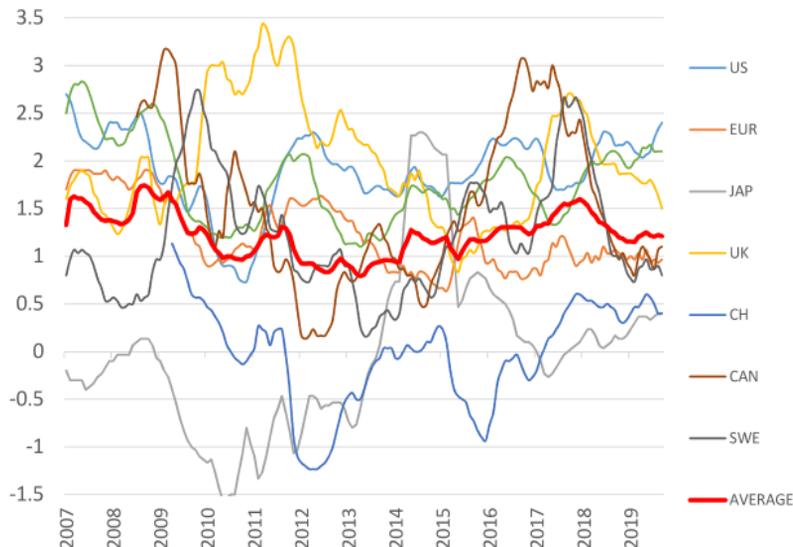
CPI Total



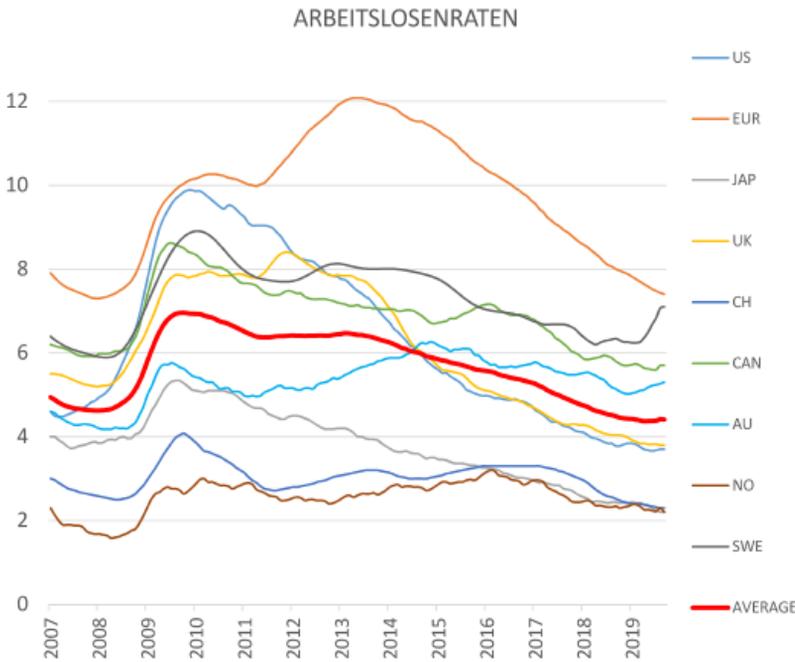
Inflation:  
Abschwung oder  
nur Pause? Korrektur  
nach unten jetzt akzentuiert

- Ausgehend vom ungewichteten Mittel des hier gewählten Länder-Samples:
- Mit 1. % liegt die Totalteuerung jetzt unter dem Durchschnitt der letzten 13 Jahre, mit 1.2% liegt die Kernteuerung fast genau auf dem Durchschnitt der letzten 13 Jahre
- **Weit weg von Disinflation**, geschweige denn Deflation
- **Aber:** Für die Notenbanken ist der Abschwung in der Totalteuerung bzw. die Konsolidierung in der Kernteuerung Anlass genug für eine weiteren Lockerung

CPI Core



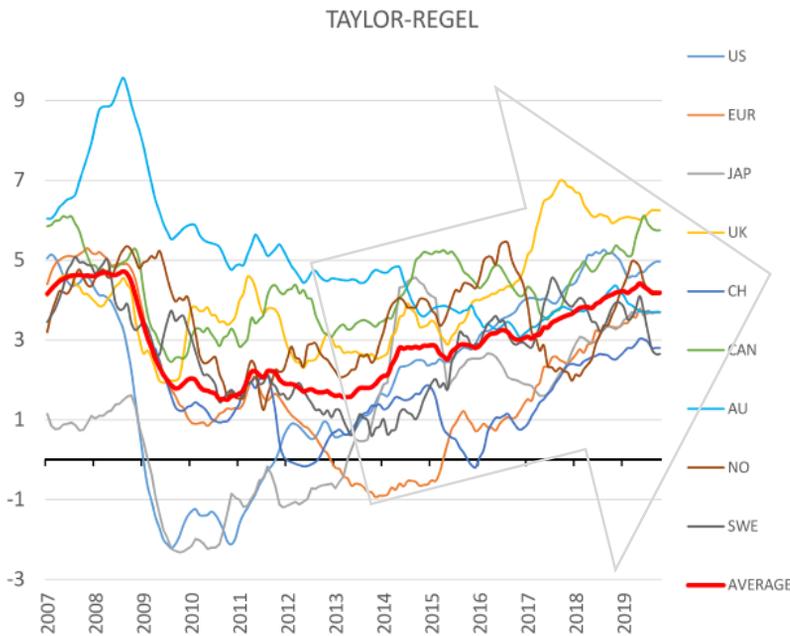
# Makrodaten: Arbeitsmarkt War's das?



Arbeitsmarkt  
komplett erholt,  
aber die  
Arbeitslosenraten  
fallen nicht mehr  
Plafonierung auf Niveaus wie  
vor der Krise

- Ausgehend vom ungewichteten Mittel des hier gewählten Länder-Samples:
- Die Arbeitslosenraten sind wieder dort, wo sie vor der Krise waren
- In der Eurozone ist noch kein Ende der Verbesserung auszumachen
- Aber generell zeichnet sich eine Plafonierung ab, mit im Schnitt nicht mehr tieferen, fallenden Arbeitslosenraten

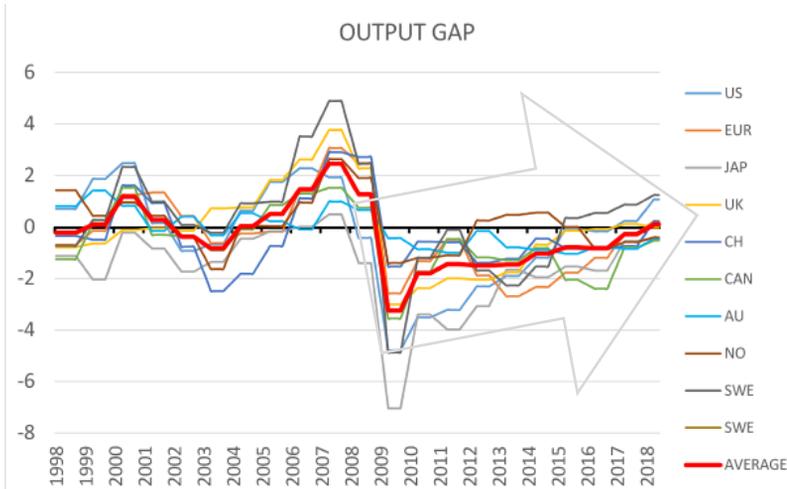
# Makrodaten: Taylor-Regel: Unbeeindruckt



Taylor zeigt überall hohe Leitzinsen an Kaum eine Reaktion

- Ausgehend vom ungewichteten Mittel des hier gewählten Samples von Länder:
- Die Taylor-Regel zeigt Leitzinsen auf einem Niveau an, wie es vor der Finanzkrise geherrscht hat
- Trotz Mässigung des Wachstums und der Teuerung
- V.a. wegen den weiterhin guten Arbeitsmärkten

# Makrodaten: Output Gap geschlossen



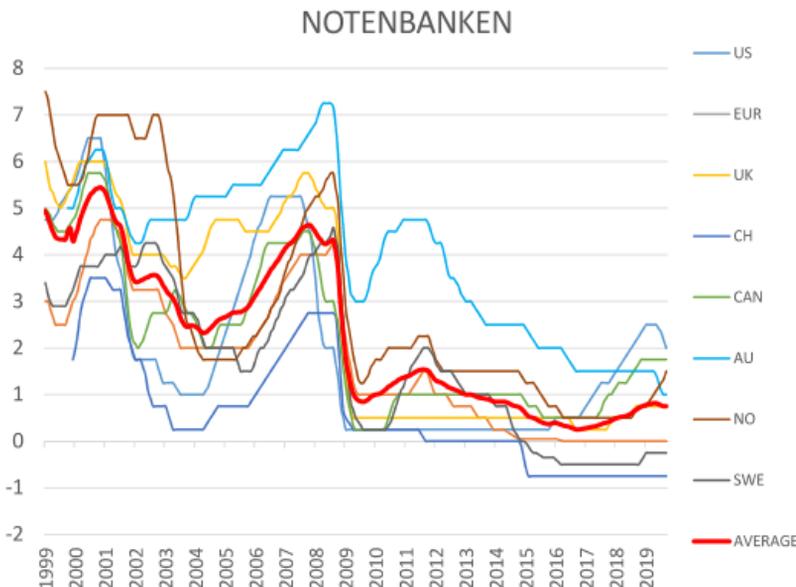
## Output nahe am Potential Grosse Konvergenz

- Aus den Daten der OECD zu den Output Gaps kann u.E. wenig Zusatzinformationen verglichen mit den Arbeitsmärkten heraus gelesen werden
- Ausgehend vom ungewichteten Mittel des hier gewählten Samples von Länder:
- Immerhin: Das Bild von Wirtschaften, die an der Schwelle zu ihrem Potential operieren, verdichtet sich

## Leitzinsen: Es dreht schon wieder nach unten

- **BIP-Wachstum: Sorgen**
- **Teuerung: Verhalten**
- **Arbeitsmarkt: War's das?**
- **Taylor-Regel: Unbeeindruckt**
- **Output Gap geschlossen**

...Anlass genug für die Notenbanken,  
den Zinszyklus abzublasen



## Der Zinszyklus, der keiner war Das Fenster wurde nicht ausgenutzt

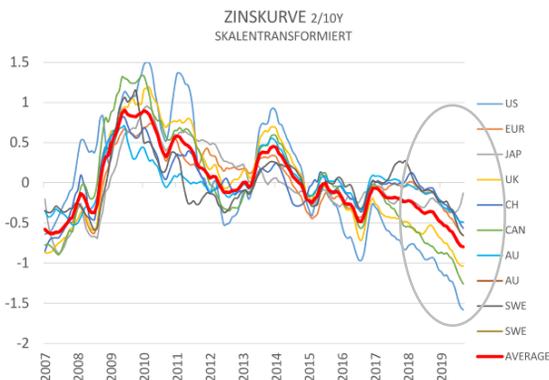
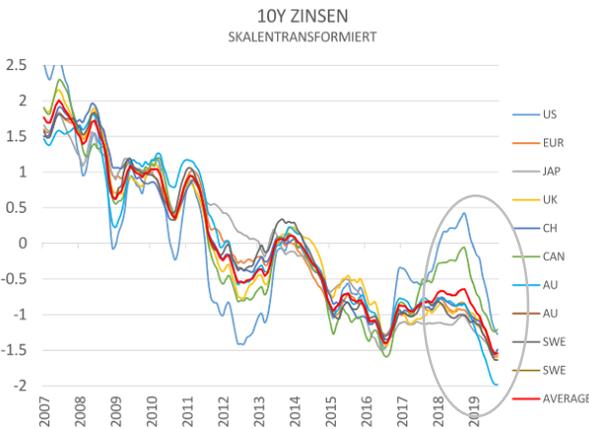
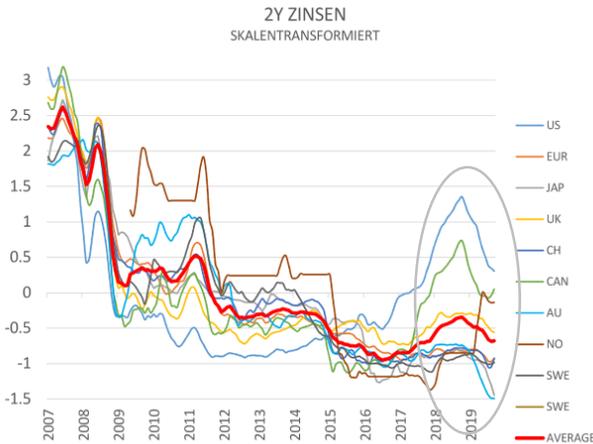
- Von den 8 Ländern/Regionen haben nur 5 die Zinsen erhöht, meist allerdings nur minimal
- Mit CH, EMU und Schweden hat Europa grossflächig Minuszinsen behalten
- Im Schnitt haben die Notenbanken lediglich das Niveau von 2013 wieder erlangt, weit weg von den Niveaus vor der Finanzkrise

## Schwergewichte USA und Eurozone lockern

Warum?

# Marktzinsen: Der Zerfall geht weiter

## Zinsen und Kurven implodieren weiter Uncharted Territory



- Der Notenbank- und Zinswahnsinn geht weiter
- Schritt für Schritt in neues Territorium
- Der Zins verliert seine Hauptaufgaben als Wertmassstab und Beitragszahler
- Nicht nur die US-Zinskurve ist invers, auch in Japan, Kanada, Grossbritannien und Australien liegen die zehnjährigen Zinsen unter den dreimonatigen
- Die heutigen Zinsen repräsentieren ein Doom-Szenario

## Warum?

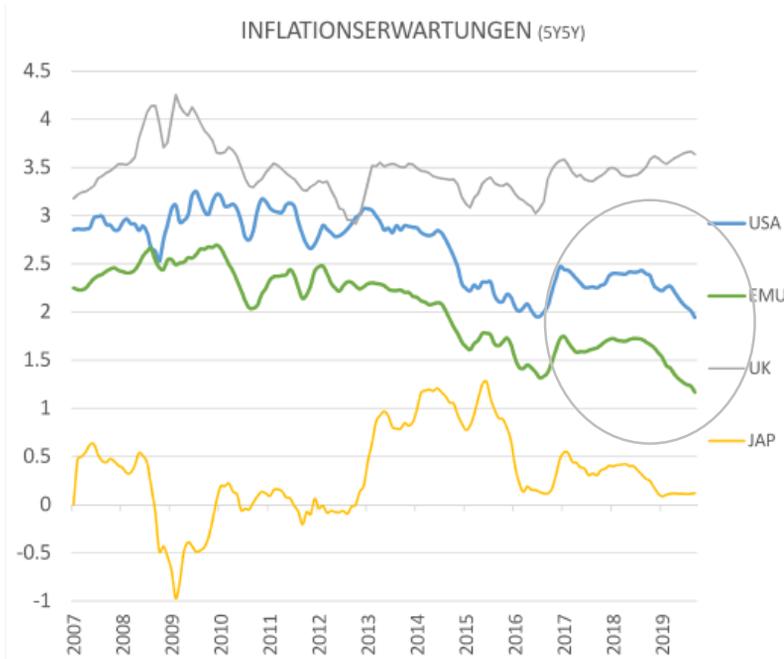
## Teil II

Warum der ungebremste Zinszerfall?

a) Taktische Gründe

Warum sind die Leitzinsen auf Katastrophen-Niveau?

# Inflations-Erwartungen crashen weiter in USA und Eurozone

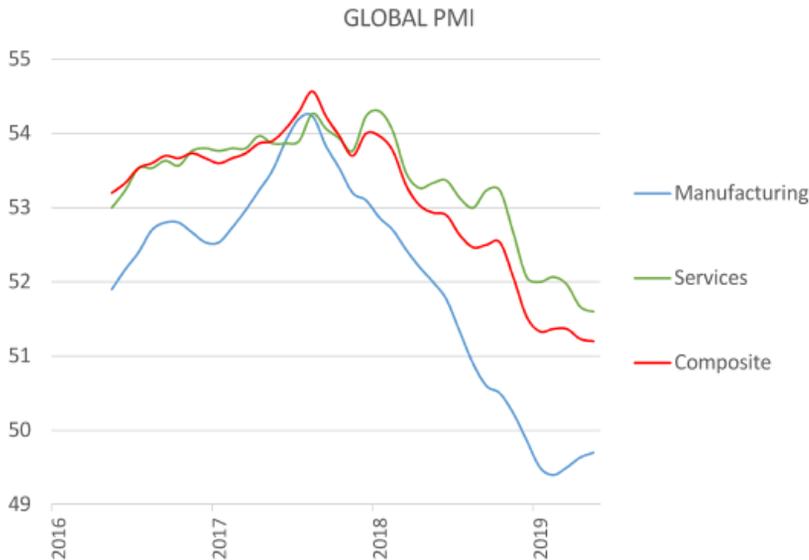


Mit Deflation fällt das Kartenhaus der Notenbanken zusammen. Die Schuldner brauchen Inflation um sich zu retten.

- Deflation bedeutet, dass Schulden stärker wiegen
- Deflation bedeutet, dass die Staatseinnahmen sinken
- Deflation könnte bedeuten, dass der Konsum einbricht
- Dann wären die Notenbanken in ihrem eigenen Gefängnis gefangen
- Realisiert der Markt die Ausweglosigkeit, dann könnte es zum Finanz-Gau kommen

## Warum sind die Leitzinsen auf Katastrophen-Niveau?

# PMI fallen: Rezessionsängste

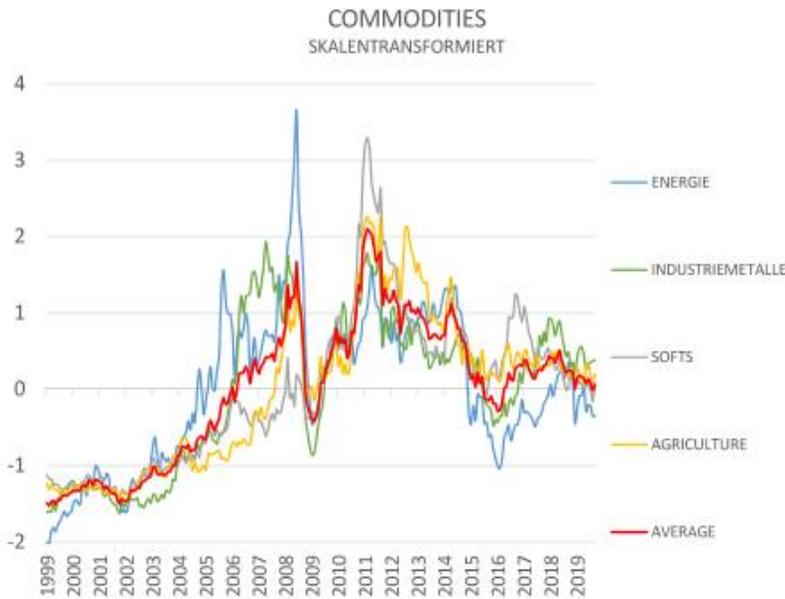


## Fällt nur schon mit einer Rezession das Notenbank-Kartenhaus zusammen?

- Eine Rezession bedeutet weniger Staatseinnahmen
- Eine Rezession bedeutet weniger EBITDA bei den extrem geleveragten Unternehmen
- Eine Rezession bedeutet eine schlagartige Migration von BBB in den Junkbereich
- Dies bedeutet, dass die Liquiditäts-Lüge der ETF im Bondbereich offensichtlich wird
- Zusätzlich als Brandbeschleuniger könnte der pervertierte Markt für Leveraged Loans zusammen klappen

Warum sind die Leitzinsen auf Katastrophen-Niveau?

# Commodities auf dem Rückzug



## Commodity

**Baisse** Keine Inflationssorgen aus dieser Richtung

- Keine der 4 Komponenten Energie, Metalle, Softs und Agros ist in einem Aufwärtstrend, ganz im Gegenteil
- Damit ist ein schneller Anstieg von CPI und PPI kaum angezeigt
- Die Baisse geht ins zweite Jahr, der Anstieg seit 2016 droht komplett zu kippen

## Teil II

### Warum der ungebremste Zinszerfall?

#### b) Strategische Gründe

*«Zum ersten Mal ist im laufenden Zyklus nicht mehr Amerika, sondern China die Lokomotive der Weltwirtschaft. Die konjunkturelle Abkühlung der Volksrepublik hat für Weltwirtschaft und Finanzmärkte weitreichende Konsequenzen.»*

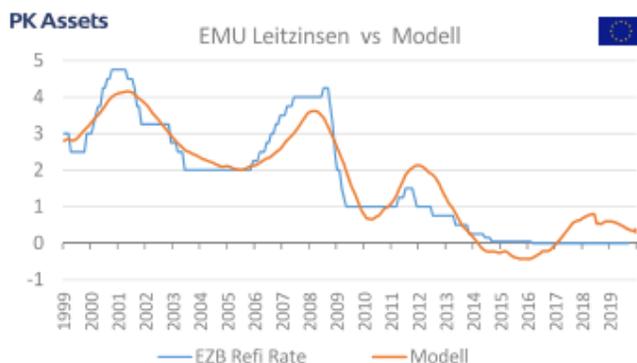
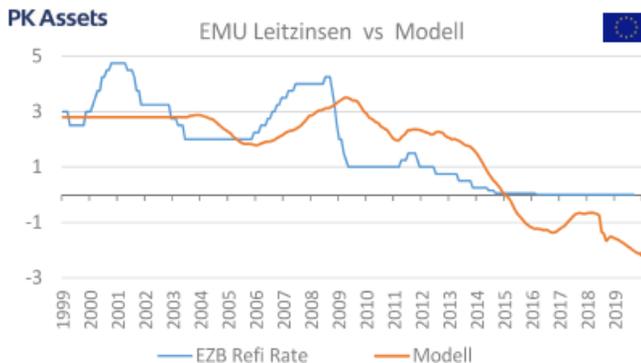
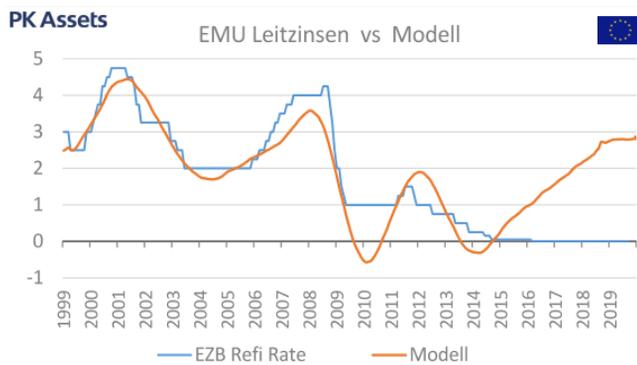
Felix Zulauf in [The Market](#) 10/2019

## Kurzer Abriss:

1. Greenspan 1987-2006 «besiegt» den Konjunkturzyklus und wird zum Pop-Star, so ermuntert wird in der Folge jede Rezessionsgefahr aggressiv mit Leitzinsreduktionen beantwortet, ohne allerdings die Leitzinsen in der Wirtschaftserholung wieder auf die alte Höhe zu setzen
2. Zuerst Greenspan, dann weitere Professoren ohne praktische Wirtschaftserfahrung erklären eine Theorie allgemeingültig und setzen sie um: Die Idee, dass den Wirtschafts-Subjekten keine Rezession mehr zugemutet werden kann, setzt sich durch
3. Es resultiert ein stetiger, säkularer Niedergang der Leitzinsen, eine massive Eindämmung der Volatilität des Konjunkturverlaufs, tiefe, stabile Teuerung («Inflation ist besiegt») und immer tiefere, stabilere Kapitalmarktzinsen
4. Der angefixte Finanzmarkt braucht immer mehr um auf Stimuli zu reagieren, vertraut aber auch immer mehr, dass bei jeder Störung die Notenbanken hin stehen.
5. Bis dato Unmögliches wurde möglich: Zu tiefe Zinsen wurden zur globalen Norm, Minuszinsen wurden an vielen Orten eingeführt, QE wird von vielen Notenbanken aktiv verwendet, Helikoptergeld, ganz hinten im Giftschränk, wird in Japan faktisch eingeführt, Zinskontrollen, nur von Kriegszeiten bekannt, werden in Japan eingeführt
6. Es entsteht eine Makro-Glättung, um den Preis von höheren Tail-Risiken
7. Die Notenbanken haben die Welt nach 2009 nicht «gerettet», wie sie stets vermelden, sondern die Katastrophe angezettelt
8. Auf die Erkenntnis, dass die Vermeidung von Volatilität nur über die massive Erhöhung von Tail-Risiken zu erreichen ist, kommt man erst dann, als es zu spät ist, in der grossen Finanzkrise
9. Heute sind die Notenbanken schon lange nicht mehr dabei, die Wirtschaft zu glätten, sondern vollauf damit beschäftigt, die Kollateralschäden ihrer eigenen Exzesse zu bändigen

# Zinsmärkte: Nicht Fundamentals zählen, sondern Erwartungen an entfesselte Notenbanken

## EZB-Leitzinsen vs. Modell



## Beispiel EZB:

Fast monothematische Ausrichtung auf

«Inflationserwartungen»

Modell ohne Einbezug der Inflationserwartungen:

- Wenn man nur auf Wirtschaftswachstum, Arbeitsmarkt, Leading Indicators, Löhne, CPI und Währung schaut, sind die aktuellen Leitzinsen absurd tief, jenseits aller Fundamentals

Modell nur mit Inflationserwartungen:

- Die Inflationserwartungen sind im Sturzflug
- Es ist bekannt, dass die Notenbanken diese –umstrittenen– «Inflationserwartungen» zu ihrem Fetisch gemacht haben (5y5y-Inflation aus den Linker-Märkten)

Gemischtes Modell mit Einbezug der Inflationserwartungen:

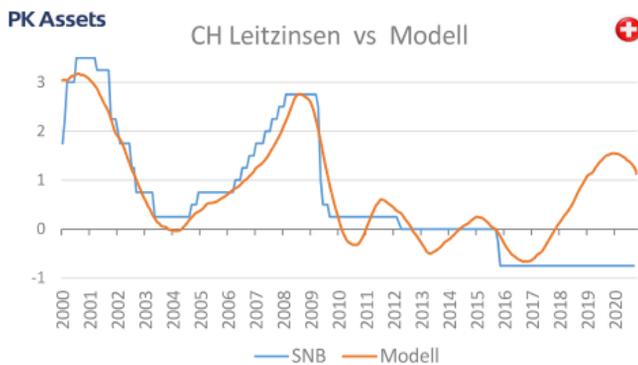
- Nimmt man diese «Inflationserwartungen» als Modellbaustein, dann rationalisiert sich die Reaktionsfunktion der EZB
- Aber macht das alles noch Sinn? Von Deflation in der Eurozone ist weit und breit nichts zu sehen

# Zinsmärkte: Nicht Fundamentals zählen, sondern Erwartungen an entfesselte Notenbanken

## Beispiel SNB:

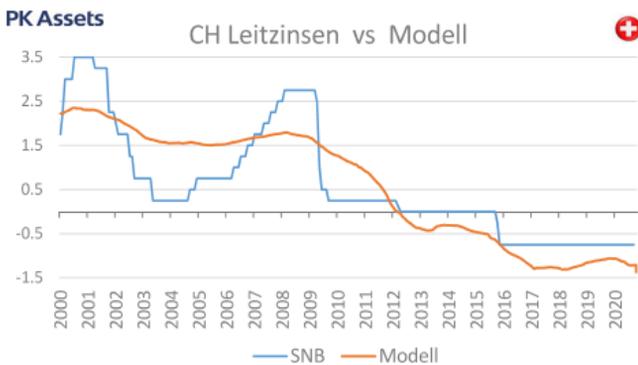
Fast monothematische Ausrichtung auf die **Währung**

### SNB-Leitzinsen vs. Modell



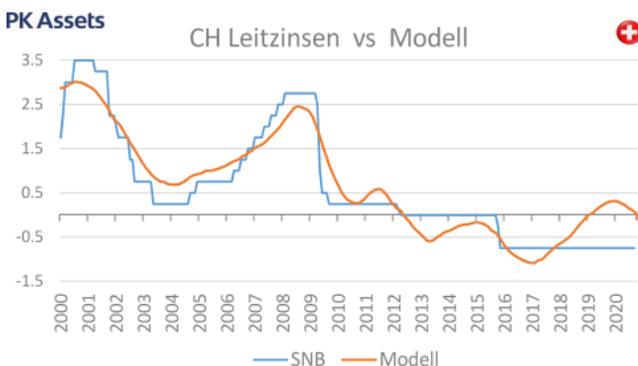
#### Modell ohne Einbezug der Währung:

- Wenn man nur auf Taylor, Wachstum, Arbeitsmarkt und CPI schaut, sind die aktuellen Leitzinsen absurd tief, jenseits aller Fundamentals



#### Modell nur mit Währung:

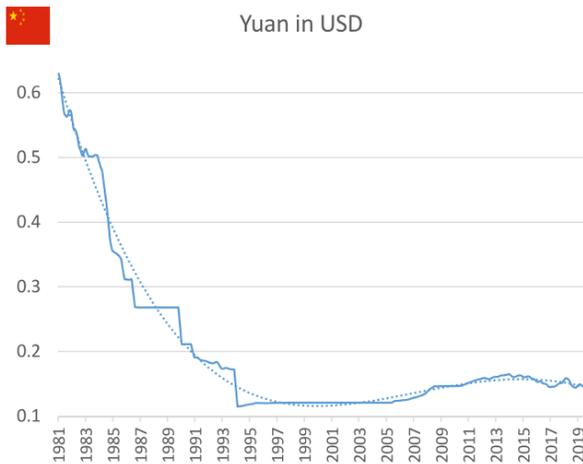
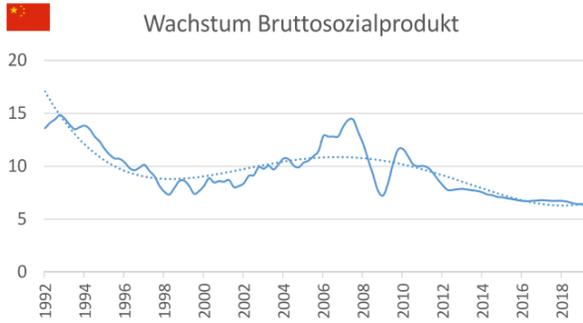
- Der Aussenwert des CHF ist am steigen, dämpfend auf die Leitzinsen der Schweiz (siehe Chart: Invers). Es ist bekannt, dass die SNB die Währung, speziell vs. den Euro, zu ihrem Fetisch gemacht hat



#### Gemischtes Modell mit Einbezug der Währung:

- Nimmt man die Währung als Modellbaustein, dann rationalisiert sich die Reaktionsfunktion der SNB

## Strukturelle Gründe für den Zinszerfall



# Ist dieses Mal alles anders?

## China wechselt das Wirtschaftsmodell

### Massiver Druck auf das globale Zinsgefüge aus China auf allen Fronten

**Wachstumsberuhigung:** Das Land ist heute reicher als je zuvor (BIP/Kopf 1960: USD 192, 2018: USD 7755), höher entwickelte Länder haben tiefere Wachstumspotential als aufstrebende Länder: **Die Welt-Lokomotive China wird weniger wirksam**

**Reduktionsbemühungen beim Leverage:** Das Land hat seine Schulden auf solche Niveaus gehievt, dass es verletzlich geworden ist. Die Reduktion von Leverage heisst tieferes Wachstum, und die **Unmöglichkeit von grossen Konjunkturstützungen, d.h. tieferes potentielles Weltwachstum**

**Zu hohe Währung:** China muss dringend abwerten, kann es aber nicht in gewünschtem Tempo machen, da es sich im kalten Krieg befindet. **Die graduelle Abwertung bedeutet für die Welt: Disinflation**

**Umbau zur Binnen-Konsum-Nation:** Das bedeutet strukturell weniger Import aus dem Ausland, **weniger potentielles Wachstum in wichtigen Weltregionen**

## Teil III

Was bedeutet das für die Bondmärkte?

## «Unkonventionell» gibt's nicht mehr: QE wird zur Norm

- Wir sind überall bei den Leitzinsen nahe der Null; negative Leitzinsen, QE und Helikopter-Geld werden so zu konventionellen Politiken

## Führt die Zombifizierung zu dauerhaft fallendem Potentialwachstum?

- Das Trendwachstum ermässigt sich seit geraumer Zeit säkular
- Nur mit der (bis dato) ultimativen Brechstange/Geldpolitik konnte ein gewisser Rebound erzwungen werden; aber ist dies dauerhaft?
- Mit potentiellen Wachstumsraten näher bei der Null-Linie werden Rezessionen wahrscheinlicher
- Schon geringe Fluktuationen des Wachstums nach unten können die Wahrscheinlichkeit von neuer Notenbank-Liquidität erhöhen

## Die Zinszyklen müssen neu vermessen werden

- Der aktuelle (bereits vergangene?) Zinszyklus nach oben war - entgegen der öffentlichen Meinung - aggressiv, kräftig und der massivste seit Volcker!!! Mit der Argumentation von Wu/Xia:
- Ab 2007 hat das Fed den Leitzins nominell auf nahe Null gebracht und mit QE einen Effekt hergestellt der nach Schätzungen von Fed-Ökonomen bis zu -3% in Leitzins-Äquivalenten gewirkt hat
- Faktisch hat so argumentiert eine massive Leitzins-Reduktion stattgefunden von 2007 bis 2014
- Umgekehrt hat aber ebenfalls von diesen tiefen Niveaus auch die grösste Zinserhöhung seit den 80er Jahren stattgefunden, deutlich kräftiger als 2005 und 95-99

## Schulden-Exzess: Noch nie war Deflation so gefährlich....

- Um nicht zu spät noch viel mehr tun zu müssen, dürften die Notenbanken früher und bei tieferem Niveau Zinsen senken, kein Wunder hat das Fed die Segel gestrichen

## ...und so wahrscheinlich!

- Nahe der Null-Linie braucht es wenig, um die Inflation unter Null zu senken

## Teil IV

Was erwartet uns perspektivisch?

Unsere Thesen:

Teil IV

These I:

Viel, viel tiefere negative  
Leitzinsen

Trigger: Rezession

# These I: Viel viel tiefere negative Leitzinsen Warum?

- **Der Finanzmarkt als Junkie:** Der Markt hat sich an den Notenbanken-Put gewöhnt und braucht immer höhere Dosen, d.h. tiefere Zinsen und höheres QE um überhaupt noch zu reagieren und kommt schneller auf den Truthahn, wenn die Dosis reduziert wird
- **Erhöhte Tail-Risiken:** Die Glättung der Finanzmarkt-Volatilität durch Greenspan und Konsorten war ein Pyrrhus-Sieg, erkaufte durch massiv höhere Tail-Risiken, die dann auch 2008 die Welt in die Nähe des Abgrunds gebracht haben. Anstatt den Konjunkturzyklus wieder wirksam werden zu lassen, haben die Notenbanken genau das Gegenteil gemacht: Intensivierung des Arsenal und Beibehaltung von Tail-Risiken, ein Perpetuum Mobile
- **Ideologie der Notenbanker:** Fast unisono Theoretiker und Keynesianer ohne Bezug zur Realwirtschaft mit dem Glauben an die Allmacht des Staates. Die Idee, dass den Wirtschafts-Subjekten keine Rezession mehr zugemutet werden kann, setzt sich durch
- **Mandatsausweitung der Bürokratien Notenbanken:** Notenbanken sind Bürokratien, die sich aufblasen, wenn sie nicht daran gehindert werden. Heute sind die Notenbanken zuständig für Inflation, Konjunktur, Währung und gerne sind sie auch bereit sich zusätzlich auch noch für Klimawandel und andere Zwecke zu engagieren
- Die **Kollateralwirkung dieser Notenbankpolitik –massiver Schuldenaufbau–** verstärkt den Trend zu negativen Zinsen in einer Rückwärtsschleife, mit überforderten Staaten, Unternehmen und Konsumenten, dem steigenden Leverage Einhalt zu gebieten
- **Steigende Dosis der Finanzrepression** um der Überschuldung zu entgehen
- **Säkularer Niedergang der Produktivität** durch die Ausschaltung des Regulativs der Zinsen (Zombifizierung), durch die Ausschaltung des Regulativs der Aktionärsmacht (immer höhere Anteile von inaktiven Staatsfonds, Staaten und PKs am Aktionariat) und durch die Ausschaltung des Regulativs der aktiven Selektion (Passivierung von breiten Anlegerpotentialen). Die Zombifizierung der Wirtschaft und die Monopolisierung beerdigt den Produktivitätsfortschritt. Das Problem: Produktivität ist die Quelle von allem was den Kapitalismus ausmacht, ohne Produktivitätsfortschritt keine höhere Wohlfahrt
- **Die Notenbanken sind das Übel, nicht die Remedur:** Ursache mit Wirkung verwechselt: Erzeugen nicht gerade die Notenbanker die Deflationsgefahr? Die Notenbanker argumentieren gerne mit  $r^*$ , einem unbewiesenen Konzept einer sog. natürlichen Zinsrate, und glauben, dass sie wegen der säkularen Stagnation die Geldpolitik laufend eskalieren müssen. Was aber – so unsere These- wenn die Notenbanker selber  $r^*$  unter Null gedrückt haben? Wenn das säkulare Absinken des potentiellen Wachstums nicht der Grund sondern die Ursache des ständig eskalierenden Notenbank-Irrsinns sind?

## Was erwartet uns perspektivisch?

# These I: Viel viel tiefere negative Leitzinsen Warum?

«Wenn die Marktkonzentration eine oligopolistische Dichte erreicht, nimmt die Innovationskraft ab und Produktivitätsfortschritte bleiben mickrig; dafür sinken die Investitionen, und daher kann viel Geld an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Genau diese Entwicklung lässt sich in vielen Industrien beobachten. Aktienrückkäufe könnten also das Symptom einer um sich greifenden Monopolisierung der Wirtschaft sein»

NZZ 7/2019

«By reducing debt and debt service costs, the negative rates and central bank's forward guidance encourage deficit spending and high government indebtedness. Thus monetary policy is facilitating lax fiscal policies that either pose an eventual longer run financing challenge or have already been the sources of financial crises, like Greece and Italy. Central banks' policies do not generate fiscal profligacy, but they reduce the short run costs of misguided fiscal policies and undercut initiatives that would lift sustainable growth. This affects the way fiscal and regulatory policies allocate national resources and provide incentives and they distort financial markets, which dampen economic growth.»

Berenberg 8/2019

«Our view is, that the ECB will maintain its current exceptionally acommodative stance beyond 2020 – and potentially for a very long time.»

BNP Paribas 10/2019

«The central bankers simply ignored the implications of soaring debt. Their macroeconomic models didn't give much, if any, weight to measures of debt. Perversely, their easy monetary policies reduced the burden of servicing previous debts, which could be refinanced at lower rates, allowing borrowers to borrow more. By declaring that they had moderated the business cycle, the central bankers encouraged debtors to be less cautious about the potential dangers of too much leverage.»

Yardeni 8/2019

Beurteilung:

Warum verstehen die Notenbanker die Anreize nicht, die sie setzen?

Beurteilung:

Wegen der Überschuldung können die Notenbanken gar keinen vernünftigen Zinszyklus nach oben mehr ausführen, ein wichtiges Element der These immer tieferer Leitzinsen

## Was erwartet uns perspektivisch?

*«In a normal cyclical setting, we might assume that lower real yields could boost economic growth, but under current conditions lower real yields may, in fact, merely reflect that returns on capital have declined significantly. When real yields are low or negative, investors and entrepreneurs will not earn returns in real terms commensurate with the risk. Accordingly, the funds for physical investment will fall, and productivity gains will continue to erode as will growth prospects»*

Hoisington Q2 2019

*«With growth and inflation expectations in a constant process of influencing each other as well as determining the level of nominal bond yields, both independent variables of the Fischer equation support two interest rate theorems:*

- 1) Federal debt accelerations ultimately lead to lower, not higher interest rates*
- 2) monetary decelerations ultimately lead to lower, not higher interest rates. Strong evidence is emerging that these two theorems are developing»*

Hoisington Q2 2019

*«Aufgrund der – mittlerweile globalen – hohen Verschuldung aller Sektoren (Staat, Unternehmen, Privathaushalte) kann eine Deflation systemisch wohl nicht zugelassen werden. Eine Deflation würde die reale Schuldenlast noch weiter erhöhen, noch höhere Zahlungsausfälle infolge der zu erwartenden Bankrotte wären unvermeidbar. Weil dadurch relativ solide Unternehmen ihre Bilanzen um die Forderungsausfälle wertberichtigen müssten, wäre ein kaskadenartiges Zusammenbrechen der Schuldenpyramide nur schwer zu verhindern.»*

Incrementum 9/2019

*«In Europa zum Beispiel wird aufgrund der tiefen Zinsen ziemlich stark in Bereichen investiert, in welchen die Produktivität ziemlich gering ist – der hochproduktive Teil dagegen wird belastet. Damit meine ich zum Beispiel alles, was mit dem Bausektor zu tun hat – und all die Branchen mit schwachem Wachstum.»*

Daniel Lacalle in NZZ 9/2019

# These I: Viel viel tiefere negative Leitzinsen Warum?

Beurteilung:

Die Notenbanker haben **so tief in das System gegriffen**, dass es nicht mehr funktioniert, bzw. nicht mehr so, wie wenn es ohne Manipulation laufen würde.

Beurteilung:

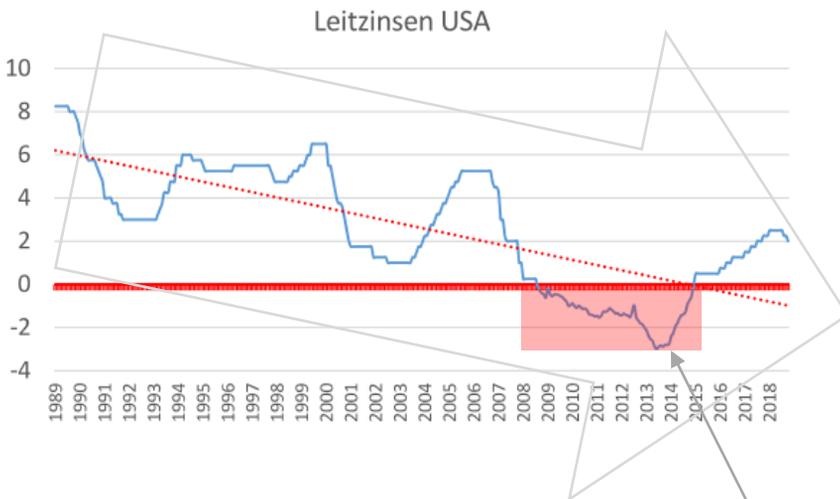
Höchste Zeit, dass die Notenbanker die Funktionsweise von Ursache und Wirkung –bzw. die Folgen ihres Tuns- überprüfen.

Beurteilung:

Wegen der Überschuldung können die Notenbanken gar **keinen vernünftigen Zinszyklus nach oben mehr** ausführen, ein wichtiges Element der These immer tieferer Leitzinsen

Was erwartet uns perspektivisch?

# These I: Viel viel tiefere negative Leitzinsen Wie?



Leitzinsen weit unter Null,  
wie geht das?

**Möglichkeit 1: Mit  
Quantitative Easing**

Man kann argumentieren,  
dass Zinsreduktionen und  
QE einen ähnlichen Effekt  
auf die Financial Conditions  
haben

Damit, so die Meinung, kann  
man –wenn man mit  
Leitzinsen nahe bei Null ist –  
zusätzlich mit QE ein Umfeld  
wie mit Negativzinsen  
generieren.

Die Fed-Ökonomen Wu und  
Xia haben den Effekt  
errechnet (Siehe Chart)

**Möglichkeit 2: Effektive  
Minuszinsen**

Wegen der Möglichkeit der  
Marktteilnehmer Bargeld zu  
horten ist die Wirkung (und  
die Legalität) von  
Minuszinsen umstritten.

Um effektive Minuszinsen von -5% oder noch tiefer machbar zu machen, müssen Wege gefunden werden, das Bargeld abzuschaffen –oder zu tabuisieren, stigmatisieren – und die elektronische Geldhaltung zu pushen. Auf elektronischen Konten kann problemlos ein Minuszins abgeführt werden. Zusätzlich sollten Alternativen zu Fiat-Geld wie Goldhaltung eingeschränkt oder verboten werden – wie zuletzt in den 1930er Jahren

Was erwartet uns perspektivisch?

# These I: Viel viel tiefere negative Leitzinsen Wie?

*«Der Umstand, dass die Federal Reserve Forschungsarbeiten zu Negativzinsen zuletzt so häufig zitierte und positiv erwähnte, ist unser Meinung nach ein erster Schritt zur Umsetzung dieser Politik»*

Incrementum 2019

*«Eines Tages werden wir eine neue schwere Finanzkrise bekommen, und damit könnten wir negative Zinsen von minus sechs oder minus fünf Prozent brauchen, um schnell an der Krise zu kommen»*

Kenneth Rogoff undatiert

*«I don't believe that the ECB has hit the effective lower bound on Policy Rates»*

Christine Lagarde 8/2019

*Sie haben erwähnt, in jeder Blase herrsche der Glaube, dass es einen grösseren Idioten gibt, der die Vermögenswerte dereinst zu einem höheren Preis kaufen wird. Wer ist heute dieser Idiot?*

*«Die Zentralbanken»*

Louis Vincent Gave in The Market 10/2019

Beurteilung:

Es ist in der Fachliteratur umstritten, ob **Negativzinsen** in den USA **legal** sind, insbesondere ob sie mit dem Mandat des Fed kompatibel sind. Keine Überraschung, dass das Feld von den Funktionären frühzeitig sondiert wird.

Beurteilung:

Der Widerstand gegen massive Operationen wie negativen Zinsen wird wie Butter an der Sonne schmelzen, wenn die Märkte crashen. Die Schleusen werden geöffnet:

**It's the sentiment, stupid!**

Beurteilung:

Wir auch nicht.

Was erwartet uns perspektivisch?

# These I: Viel viel tiefere negative Leitzinsen Wie?

*«Es (gibt) beträchtliche rechtliche und institutionelle Hürden, welche negativen Leitzinsen in den USA im Weg stehen. Es sind diese Hürden, welche das Fed auch bereits in der rund sieben Jahre währenden Nullzinsphase von Ende 2008 bis Ende 2015 von einem solchen Schritt abgehalten haben, obwohl es bereits damals Befürworter von Negativzinsen gegeben hatte.»*

*«Man sei insbesondere besorgt gewesen über die Wirkung von Negativzinsen auf die US-Geldmärkte, in denen Geldmarktfonds eine viel wichtigere Rolle spielen als etwa im europäischen Kontext. Diese Fonds versprechen traditionellerweise ihren Investoren, dass sie ihre Anlagen stets zu mindestens 100% zurückbekommen, und sind deshalb in einem Negativzinsumfeld kaum funktionsfähig.»*

NZZ 9/2019

Beurteilung:

Rechtliche Hürden gab es auch im 2007/2008/2009 für alles was das Treasury und die Notenbank gemacht hat. Es wird trotzdem gemacht, denn das Momentum im Falle eines Finanz-Crashes und/oder Rezessionsängsten wird überwältigend sein.

Teil IV

These II:

«Modern Monetary Theory» kommt!

Trigger: Rezession

## Was erwartet uns perspektivisch?

«Frau Lagarde wird Herrn Draghi wie einen Falken aussehen lassen. Draghi hat angetönt, Lagarde werde eine strategische Überprüfung der Geldpolitik anordnen. Dazu zählen auch radikalere Ideen wie die Anpassung des Inflationsziels oder die direkte Überweisung von EZB-Geld auf die Bankkonten der Bürger.»

Ronald Stöferle in The Market 9/2019

«The new ECB president, Christine Lagarde, will try to convince policy makers that monetary policy can't be the only show in time.»

Bloomberg economists 8/2019

«The next step needs to be more than just more of the same. Hildebrand, the former head of the Swiss National Bank, suggested the ECB consider putting money directly in the pockets of consumers or corporates.»

Almost Daily's Grant 8/2019

«We will enter the next recession with \$4 trillion in the Fed's portfolio and come out of recession \$8-10 trillion in Fed assets, too large to ever be normalized. New monetary policy theories will be devised to rationalize it.»

William Dunkelberg 8/2019

«Inzwischen ist diese Entwicklung so weit fortgeschritten, dass sich eine wirtschaftliche Abkühlung auch nur in Ansätzen anzudeuten braucht, um die Ankündigung vorbeugender, monetärer Lockerungsübungen auszulösen – wie in den vergangenen Tagen zu beobachten gewesen war. Längst zeigt die Diskussion über die Abschaffung des Bargelds sowie über obskure Konzepte wie die MMT, wo es künftig noch hingehen könnte.»

NZZ 7/2019

## These II: «Modern Monetary Theory» Kommt!

Beurteilung:

Die Ruhe um die **Nichtberücksichtigung** des letzten verbleibenden wichtigen Gegner der Geldschwemme als neuer EZB-Chef – **Jens Weidmann** – war ohrenbetäubend

Beurteilung:

Die Türe für den nächsten Schritt ist geöffnet

Beurteilung:

Egal wie dubios die Quelle, der aufkommende **Mainstream** wird verbreitet

Beurteilung:

Das Momentum in Richtung **MMT** bekommt noch mehr Schub und Sog, sobald die ersten Rezessionsängste aufkommen

## Teil IV

# These III:

Noch viel mehr Schulden  
mit immer weniger  
Qualität.

Aufbau eines Minsky  
Moments?

Was erwartet uns perspektivisch?

## These III: Noch viel mehr Schulden mit immer weniger Qualität

«The deals are a symptom of how far private equity firms, and their lenders, are willing to go now to boost returns. Buyout traditionally focused on companies that generated solid cash flow by at least some measures, but whose net income was depressed. After years of exuberant stock markets and cheap debt prices, buyout firms are now snatching up younger and younger companies with fewer assets and less income, often in the technology industry. They are financing the deals with loans based on expected revenue from the companies' service contracts hence the name recurring revenue.»

Easy credit latest twist: Loans to companies with no income:  
Bloomberg 9/2019

«Private Equity backed companies constitute 85% of the USD1.2 trillion loan market. As the post-crisis economic expansion continues into a record 112th straight month, p.e. has paid ever higher prices and tacked on more debt, with Bain Capital's 2019 Global Private Equity Report finding that the average LBO price rose to 10.9 times Ebitda las year, well above the 9.9 times seen in 2007, while leverage at p.e.-sponsored companies footed to 6 times bitda in 2018, compared to 4.9 times in 2007l..»

Almost Daily's Grant 9/2019

«Around 40% of investment grade companies now have liability levels that are more consistent with junk ratings, according to Morgan Stanley. (...) You would expect companies, as they sense the economy slowing, to start to prepare themselves to absorb what would likely be an impact of revenue, according to the CIO of Aegon. Instead the are looking at the incredibly inexpensive cost of debt and taking advantage of that to enhance returns for shareholders.»

Bloomberg 9/2019

Beurteilung: **Private Equity** und dessen Finanzierung im letzten Minsky-Stadium?

Beurteilung:  
Aber nicht nur die Qualität der PE-Finanzierungen, sondern auch diejenige der **Investment-Grade-Schulden** wird laufend schlechter.

# These III: Noch viel mehr Schulden mit immer weniger Qualität

«China's real estate conundrum: Across publicly traded companies, the industry of chinese property developers and homebuilders is now worth over \$1.25 trillion in enterprise value. In contrast however, these businesses only generated about \$1.5 billion of free cash flow in the last 12 months, in aggregated terms. Also, close to 55% of Chinese property developers aren't even profitable on a free cash flow basis, according to their latest report. These companies have now accumulated close to \$631 billion in outstanding net debt while total equity value accounts for \$585 billion – or equivalent to 108% net debt to equity ratio. To put into perspective, that's the exact same proportion US homebuilders had right at the peak of the housing bubble.»

Crescat Capital 9/2019

«Deutschland steht seit einiger Zeit international besonders in der Kritik, mit seiner Schuldenbremse die globale Konjunktur zu belasten, obschon das Land einen grossen Investitionsbedarf hätte.»

The Market 9/2019

«Germany is obsessed with balanced budgets.»

Bloomberg economists 8/2019

«We no longer expect deleveraging from here across US and Europe corporate credit markets. (...) The incentive to deleverage has been reduced as the cost of borrowing vs. The cost of equity has improved materially. Second, the deteriorating earnings outlook has made organic deleveraging harder going forward. This makes the Credit market even more Central Bank sensitive going forward.»

BNP Paribas 8/2019

Beurteilung:

Das Problem von zu viel Schulden bei immer weniger Qualität hat sich durch alle Länder und alle Sektor durchgefressen, es ist ein wahrhaft **globalisiertes Problem** geworden.

Beurteilung:

**Schuldenbremsen** passen nicht in den neuen, aufziehenden Mainstream, sie **müssen weg**.

Beurteilung:

Immer höhere Schulden und immer tiefere Zinsen sind jetzt symbiotisch verknüpft. Der Preis des Exits ist bereits extrem hoch.

# These III: Noch viel mehr Schulden mit immer weniger Qualität

*«In recent years the US has simultaneously experienced economic growth, low inflation, expanding deficits and debt, low interest rates and rising financial markets. It is important to recognize that these things are essentially incompatible. They generally haven't co-existed historically, and it is not prudent to assume they will do so in the future.»*

Oaktree 7/2019

*«On the darker side of the debt story, the actual debt levels are unknown in much the same way as off-balance-sheet obligations in the US are difficult to estimate. Local Chinese governments have been found to manipulate their debt data, thus blurring the overall picture.»*

William Blair 7/2019

*«The great deleveraging that was supposed to sweep over corporate America is dead. Or, at least, on hold. Blue chip companies have begun to ramp up borrowing again as central banks globally flood economies with money. Liabilities have reached their highest level relative to income since 2009, according to Morgan Stanley's analysis of second quarter data.»*

*«Around 40% of investment grade companies now have obligations that are more consistent with junk ratings.»*

Bloomberg 9/2019

*«2019 werden die USA weitere 1,4 Bill. USD an Schulden begeben, was der gesamten Wirtschaftsleistung Spaniens entspricht. In den nächsten 10 Jahren wird allein die Neuverschuldung auf 11,6 Bill. USD geschätzt. Dies entspricht ca. dem kombinierten BIP von Japan, Deutschland und Frankreich..»*

Incrementum 9/2019

Beurteilung:  
Wir konsumieren heute die Früchte einer verfehlten Politik.

Beurteilung:  
Wer erinnert sich an Griechenland und Goldman Sachs?

Beurteilung:  
Leverage ist eine Einbahnstrasse, weil die Anreize von der Notenbank bis zum grossen Krach auf Autopilot gestellt werden – Richtung MEHR Leverage

Beurteilung:  
Wenn schon in Zeiten der Konjunktur die Verschuldung steigt, was passiert, wenn man eine Rezession hineinrechnet?

Teil IV

## These IV:

Die Parallelen zu 2008  
werden immer  
offensichtlicher:

Es wird angerichtet

«Aside from the rotation away from government bonds into credit, a key theme is the increasing share of illiquid assets: among others, Mortgages, Infrastructure, Real Estate and Private Debt. This confirms a global trend: (...) End of 2017 60% of insurers had already increased their share of illiquid assets. The aggregated balance sheet of EEA insurers show an increase in mortgages, unlisted equities and collateralized securities.»

### BNP Paribas 9/2019

«Im Fall von Zurich ist der Wert der BBB-Anleihen, die gerade noch Investment Grade aufweisen, inzwischen deutlich höher als das Eigenkapital. Bei Swiss Life wiegen sich die Positionen in etwa auf, und bei Swiss Re erreichen die BBB-Bonds inzwischen einen Anteil von 75% am Eigenkapital, nachdem er vor zehn Jahren noch 25% betragen hatte.»

### The Market 8/2019

«In the BB area, we continue to see increased participation from insurance companies. They previously focused on investment grade securities but an increasing number are now using CLO BBs as a high-yield bond replacement strategy»

### Bloomberg 7/2019

«Morgan Stanley rechnet damit, dass im nächsten Abwärtszyklus ein BBB-Volumen im Ausmass von 500 Mrd. bis 1.1 Bill. USD in die Junk-Kategorie rutschen dürfte. Die losgetretene Abwärtswelle würde definitiv die Stabilität des Finanzmarktes in Frage stellen.»

### Incrementum 9/2019

«The dirty secret of passive index funds – whether open end, closed end or ETF – in the distribution of daily dollar value traded among the securities within the indexes they mimic. In the Russel 2000 index, for instance (..) almost half of those stocks are traded less than \$1 million during the day. Yet through indexation and passive investing, hundreds of billions are linked to stocks like this. The S&P 500 is no different. The theater keeps getting more crowded, but the exit door is the same as it always was..»

### Michael Burry in Bloomberg 9/2019

Beurteilung:

Aktuell unter dem Radar sind die **Bilanzen der Versicherer**. Wie viele Zeitbomben sind hier versteckt im Rahmen der Migration in riskantere Anlagen?

Beurteilung:

Heute smart, morgen dumm

Beurteilung:

Auch diesmal haben die Notenbanken einen Minsky-Zyklus in scheinbar **mündelsicheren, gut gerateten Anlagen** entfacht.

Beurteilung:

Jede Krisenzuspitzung braucht seinen **Brand-Beschleuniger**, die nächste Krise – so sie kommt – hat sogar mindestens zwei: Die **Passivierung der Finanzanlagen** und die **CLO/Leveraged-Loan-Pervetierung**.

# These IV: Die Parallelen zu 2008 ff.

«U.S. subprime mortgages without full documentation of borrowers' income increased from about 28% in 2001 to more than 50% in 2006. Likewise, leveraged loans without maintenance covenants increased from 20% in 2012 to 80% in 2018. In recent years, the share of low-rated (B-) leveraged loans in CLOs has nearly doubled to 18%, and the debt to earnings ratio of leveraged borrowers has risen steadily.»

## Almost Daily's Grant

«CLOs – typically chock full of broadly syndicated debt – are increasingly being stuffed with private loans made to highly leveraged medium sized companies with limited access to bank financing. (...) The frenzied growth is another example of how banks, insurance companies and pension funds continue to reach for higher paying securities in the face of almost \$15 trillion of negative yielding debt around the world.»

## FT 7/2019

«Buyers of loans have long lamented a steady erosion in loan covenants, or legal protections built into debt agreements that cover things such as the extra leverage a company can take on, or the amount of cash needed on hand to pay back creditors. But now those looser standards are extending to the amount of time that investors have to wait for basic financial updates such as an income statement or a balance sheet. Some fear that the consequent loss of transparency could deprive investors of early warnings of trouble ahead.»

## FT 7/2019

«United Natural Foods, a Goldman Sachs Group client is suing the firm, claiming the investment bank made a loan more expensive to protect itself from losses and to benefit hedge funds. The lawsuit describes the bank's attempt to tweak the terms on a \$2 billion financing deal in a way that allowed hedge funds to reap a windfall from their CDS bets.»

## Bloomberg 7/2019

Beurteilung:

**Leveraged Loans** sind, wie die Tranchierung von Kredit-Risiken vor 2008, eine gute Idee, die zunehmend pervertiert wurden durch Gier und Dummheit.

Beurteilung:

Jeder Aspekt des Produkts wird aufgeweicht, pervertiert und trotzdem ...an den Mann gebracht

Beurteilung:

Spielt Steve Carrell auch im Film über Leveraged Loans in ein paar Jahren?

Beurteilung:

Wie erwartet haben gewisse Banken nichts gelernt.

# These IV: Die Parallelen zu 2008 ff.

*«With lending having been stimulated mostly via the risk-taking channel, we see a very real danger of Japan's next recession involving another problem with non-performing loans that threatens to destabilise the financial system»*

BNP Paribas 9/2019

*«In the next recession, we think Japan could face a succession of sovereign downgrades if non-performing loans emerge and regional financial institutions require public bailouts. The BoJ's entirely new dimension of monetary easing has encouraged regional financial institutions to ramp up property lending and major financial institutions to extend overseas risk-taking»*

BNP Paribas 9/2019

Beurteilung:

**Bankbilanzen** sehen optisch besser aus wegen Basel II, und Basel III, aber wie sieht es unter der Oberfläche aus? Haben die Negativzinsen das Aktivrisiko erhöht?

Beurteilung:

In Zeiten der Geldschwemmen werden Finanzierungen mit oder in Fremdwährungen (**Carry-Trades**) grosszügig vom Finanzmarkt gestattet. Beim ersten Aufflackern von Volatilität kommen dann aber auch die Sudden-Stops, ein zusätzlicher **Brandbeschleuniger** in jeder Finanzkrise, seit es Fiat-Geld gibt. Diese Problematik muss nicht auf Emerging Markets beschränkt sein: Japan als Kanarienvogel in der Kohlenmine?

Teil IV

## These V:

Die Finanzwelt wird immer absurder... und obsolet?

## Was erwartet uns perspektivisch?

*«The bond market is no longer about the economy, but about an attempt to second-guess the Fed's policy in reaction to the economy.»*

Anatole Kaletsky 7/2019

*«Papiergeld ist eine Religion, an die man glauben muss, und die Notenbanker sind ihre Hohepriester. Wenn der Glaube an die Stabilität des Papiergeldes verloren geht, droht eine Kettenreaktion. Das könnte dann geschehen, wenn die Marktteilnehmer realisieren, dass die Massnahmen der Notenbanken zu überzogen waren und nicht mehr rückgängig gemacht werden können. Dann droht das monetäre Endspiel mit Schuldenschnitt, Zahlungsausfall oder hoher Inflation.»*

Ronald Stöferle in The Market 9/2019

*«Eine Möglichkeit zur Durchsetzung einer alle Wirtschaftsakteure umfassenden und daher nach Ansicht dieser Ökonomen effektiveren Geldpolitik der Negativzinsen wäre, das Bargeld zu verbieten, zumindest in den Ländern, in denen die Bevölkerung nicht von sich aus bereits auf die Nutzung des Bargelds weitestgehend verzichtet hat, wie etwa in Schweden und Norwegen. Einen anderen Vorschlag haben vor knapp einem Jahr Assenmacher und Krostrup in einem IMF-Working Paper unterbreitet. Die Geldbasis soll in E-Geld und in das traditionelle Bargeld aufgeteilt werden. Die Abwertung des E-Geldes im Ausmaß des negativen Leitzinses von z. B. -3,0% ist problemlos umsetzbar. Nach einem Jahr befinden sich auf dem Konto von ehemals 100 Einheiten nur mehr 97 Einheiten. Wer allerdings auf das Bargeld ausweicht, später jedoch das Bargeld auf das Konto einzahlt, um z. B. eine Überweisung zu tätigen, würde nach einem Jahr für 100 Einheiten des eingezahlten Bargelds nur mehr 97 Einheiten E-Geld auf dem Konto gutgeschrieben bekommen.»*

In Gold we Trust, Incrementum 9/2019

*«Um eine Inflation zu erreichen, müssen die Zentralbanken noch mehr zu unkonventionellen Mitteln wie QE greifen oder das Bargeld abschaffen.»*

Karl Reichmuth in NZZ 7/2019

## These IV: Die Finanzwelt wird immer absurder ...und obsolet?

Beurteilung:

Alles Folgendes werden wir in den nächsten Jahren sehen:

- Mehr, massiveres QE
- Direktes, unverblümtes Helikoptergeld
- US Treasury Longbond mit Nullzins
- Leitzinsen von -5%
- Noch massivere Aktienkäufe durch Staaten/Notenbanken
- Zinskontrollen
- Devisenkontrollen
- Bargeldverbot
- Goldverbot
- Vermögenskonfiskationen
- Direkte Güterkäufe durch Notenbanken

## Was erwartet uns perspektivisch?

«Central Banks and Basel III have more or less removed price discovery from the credit markets, meaning risk does not have an accurate pricing mechanism in interest rates anymore. And passive investing has removed price discovery from the equity markets.»

Michael Burry in Bloomberg 9/2019

«Finanzielle Repression: Mit dem Begriff sind alle Zwangsmassnahmen gemeint, durch die dem Staat Geld zufließt, das er im freien Markt nicht oder nicht zu diesen Konditionen bekommen hätte. Weitere Formen der finanziellen Repression sind beispielsweise Höchstgrenzen für Zinssätze, Zwangsanleihen, Kapitalverkehrskontrollen, die erzwungene direkte Kreditvergabe von Pensionskassen und Versicherungen an den Staat oder auch das Verbot von Goldbesitz. Manche Beobachter zählen auch Anlagerichtlinien, wie es sie beispielsweise für Banken unter der Regulierung Basel III oder für Versicherungen unter Solvency II gibt, zur finanziellen Repression.»

Michael Rasch NZZ

«Almost half Sweden's government bonds are currently held by the central bank, which has been buying debt since early 2015 as part of a stimulus program.»

Bloomberg 8/18

«The german long-bond yield has plunged to zero; at this point, we need to quit referring to „European fixed income“ and start calling it „European fixed penalty“, because that's exactly what it is. At this point I kind of hope that the ECB goes full monetary villain and takes yields so negative that the discount factors for the pension industry also go negative, so that the present value of future liabilities exceeds the nominal future value of those liabilities. Sure, it'll be terrible, but maybe it will finally shed some light on the perverse idiocy of some of these policies.»

Cameron Crise in Bloomberg 8/2019

# These IV: Die Finanzwelt wird immer absurder ...und obsolet? ff.

Beurteilung:

Alles Folgendes werden wir in den nächsten Jahren sehen:

- Mehr, massiveres QE
- Direktes, unverblümtes Helikoptergeld
- US Treasury Longbond mit Nullzins
- Leitzinsen von -5%
- Noch massivere Aktienkäufe durch Staaten/Notenbanken
- Zinskontrollen
- Devisenkontrollen
- Bargeldverbot
- Goldverbot
- Vermögens-konfiskationen
- Direkte Güterkäufe durch Notenbanken

## Was erwartet uns perspektivisch?

«Dutch finance minister Wopke Hoekstra said in an interview that the government will seek to lower the threshold for illegal cash payments to EUR 3'000 from the current EUR 10'000, as well as to remove the EUR 500 note from circulation. It will genuinely help to tackle organized crime and money laundering, Hoekstra said.»

Almost Daily's Grants 7/2019

«On Monday Greece's benchmark 10-year bond yield briefly touched 2.01%, slightly lower than equivalent US Treasuries. The gap between the two had peaked at about 35 percentage points at the height of the Greek drama.»

FT 7/2019

# These IV: Die Finanzwelt wird immer absurder ...und obsolet? ff.

Beurteilung:

Alles Folgendes werden wir  
in den nächsten Jahren  
sehen:

- *Mehr, massiveres QE*
- *Direktes, unverblümtes Helikoptergeld*
- *US Treasury Longbond mit Nullzins*
- *Leitzinsen von -5%*
- *Noch massivere Aktienkäufe durch Staaten/Notenbanken*
- *Zinskontrollen*
- *Devisenkontrollen*
- *Bargeldverbot*
- *Goldverbot*
- *Vermögenskonfiskationen*
- *Direkte Güterkäufe durch Notenbanken*

Teil IV

These VI:

Inflation ist nur scheinbar  
tot

## Was erwartet uns perspektivisch?

*«Derzeit scheint es, als wäre das Prognostizieren einer anziehenden Inflation die extremste und abstruseste Contrarian-Position, die man derzeit einnehmen kann.»*

*«Derzeit werden Staatsanleihen im Ausmass von 10.8 Bill US-Dollar mit negativen Zinsen gehandelt. Inflation dürfte somit der Pain Trade des Jahrzehnts sein.»*

*MMT wird die Nachfrage über höhere Budgetdefizite direkter und rascher anfachen und inflationstreibende Preiserhöhungen mit sich bringen. Dies trifft insbesondere auf Märkte zu, die (nahe) an der Kapazitätsgrenze stehen, wie z.B. der Bausektor.*

### Incrementum 9/19

*«Nobody can say with confidence how long the Fed (along with all other OECD central banks) will stick to ZIRP, but it certainly will for the next year or two – and perhaps for much longer. Maintaining this ultra expansionary monetary policy may or may not ultimately cause an outbreak of inflation but bond investors currently are completely indifferen to this risk.»*

### GavekalResearch 7/2019

*«Inflation emerges when people begin to expect that the currency they are holding will not be accepted by others in the future for the same amount of real goods and services available in exchange for that currency today. (...) There has never occurred a hyperinflation in history which was not caused by a huge budget deficit of the state.»*

### Hussmann 7/2019

*«Nehmen Sie einen Korb mit den 72 meistverkauften Artikeln von Walmart. Wissen Sie, wie stark der Preis dieses Korbes innerhalb eines Jahres gestiegen ist? Um 4.8%. Wenn Sie also zu den ärmsten Menschen in Amerika gehören und bei Walmart Ihre Artikel kaufen, sind Ihre Ausgaben um 4.8% gestiegen, während sich Ihr Einkommen nicht bewegt hat.»*

### Louis Vincent Gave 10/2019

# These V: Inflation ist nur scheinbar tot

Beurteilung:

Nur weil «niemand» Inflation für möglich hält, ist sie noch lange nicht unmöglich. Wir erinnern dran, dass in der Ökonomie kein Konsens darüber besteht, wie Inflation entsteht.

Beurteilung:

Inflation ist komplett aus dem System gepreist.

Beurteilung:

Inflation kann auch ein psychologisches Konzept sein, der Verlust von Vertrauen; an diesem Stuhl sägen die Notenbanken seit nunmehr über 30 Jahren

Beurteilung:

Inflation kann auch ein psychologisches Konzept sein, der Verlust von Vertrauen; an diesem Stuhl sägen die Notenbanken seit nunmehr über 30 Jahren

## These VII:

Der Sozialismus kommt durch die Hintertür: Wenn das Vertrauen verloren geht, kommt die Verstaatlichungswelle –

Mehr als nur eine Dystopie?

# These VI: Sozialismus durch die Hintertür

«Der britische Ökonom Roger Farmer plädiert in seinem Buch für Notenbankinterventionen am Aktienmarkt, um die Psychologie der Marktteilnehmer positiv zu beeinflussen, indem die Zentralbank grosse Börsenschwankungen verhindert, können zum Beispiel negative Rückkopplungen auf dem Arbeitsmarkt verhindert und dadurch womöglich ein grösserer Konjunkturunbruch abgewendet werden. Alastar Pinder nennt zwei weitere Argumente: durch hohe Aktienkurse greife der so genannte Vermögenseffekt, aufgrund dessen sich die Anleger wohlhabend fühlen und entsprechend konsumieren. Fallen die Kurse, schnallen sie den Gürtel enger, was das Wachstum beeinträchtigt. Zweitens sollten hohe Aktienkurse Unternehmen dazu animieren, vermehrt zu investieren und dadurch die Konjunktur zu unterstützen.»

The Market 9/2019

«Ein grosser Unterschied zwischen Draghi und Lagarde dürfte, neben Ton und Kommunikation, in der intensiveren Verfolgung sog. sekundärer Ziele liegen. Wohl wies Lagarde wiederholt darauf hin, dass laut den EU-Verträgen die Preisstabilität das vorrangige Ziel der EZB sei. Doch solange diese gewahrt ist, lassen die Verträge auch die Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik und der Ziele der EU insgesamt zu. Die Anhörung zeigte, dass Lagarde diesen Spielraum ausnützen will. So möchte sie etwa EZB-Beiträge zur Digitalisierung, für Kryptowährungen, Cybersecurity, Verhinderung von Geldwäsche und Klimawandel prüfen.»

NZZ 9/2019

«Die unappetitliche Entwicklung wird durch die zunehmende Politisierung der EZB noch verschärft. Als Gouverneure nationaler Notenbanken rücken immer mehr ehemalige Politiker in den EZB-Rat. Diese Quereinsteiger haben kein vertieftes Wissen zu geldpolitischen Fragen, dafür viel Verständnis für die Nöte von Politikern.»

NZZ 9/2019

Beurteilung:

1. Man sollte nie das Vermögen von **Ökonomen** unterschätzen, falsifiziertes Wissen wieder neu aufzubereiten

1. Mit einer fortschreitenden **Sozialisierung der Aktienmärkte** (Staatsfonds, Pensionskassen und Länder, die in Aktien investieren und nicht aktiv in die Strategie der Firmen eingreifen) verflüchtigt sich nach den Zinsen ein weiteres wichtiges Regulativ des Kapitalismus

Beurteilung:

Unter dem Deckmantel von Mainstream-Anliegen die Bürokratie auszubauen, ist ein beliebtes Mittel der Politik. Die eingeschlagene Richtung zu mehr **Planwirtschaft** ist nicht zu übersehen.

Beurteilung:

Notenbank-Unabhängigkeit und **Ordoliberalismus sind vorbei.**

## Was erwartet uns perspektivisch?

# These VI: Sozialismus durch die Hintertür ff.

*«Thorsten Polleit hält es für durchaus denkbar, dass in Zukunft auch Konsum-, Hausbau- und Unternehmenskredite mit einem Negativzins angeboten werden. Wenn aber jedermann einen Kredit mit Negativzinsen bekomme, könne die Kreditnachfrage ausser Rand und Band geraten. Dann müsste die EZB zur Kreditrationierung greifen. Die Zentralbank bestimmte dann vorab, wie viel neue Kredite es geben solle, und teilte danach diese Kreditmenge zu. So würde mit der Negativzinspolitik die Planwirtschaft Einzug halten.»*

NZZ 9/2019

*«The monetary policy of zero and negative interest rates — if it is consistently thought through — leads to the demise of (what little is left of) the free society as we know it in the Western world. The destructive effects of a negative interest rate policy are not immediately obvious to most people, because the path toward negative interest rates may be accompanied by an artificial economic upturn that gives the impression that the economy looks good, even though it effectively lives off its substance. Only gradually, the damage becomes visible. Economic growth is dwindling; political conflicts over income distribution are increasing; the state becomes more and more powerful; the degree of freedom for citizens and businesses decreases; and at some point, asset prices collapse and the bubble bursts as economic performance becomes increasingly impaired: Companies make less profit, jobs are lost, and consumers must rein in their demand.»*

FT 8/2019

Beurteilung:  
Zu Ende gedacht

## Was erwartet uns perspektivisch?

*«Higher interest rates in the U.S. make the pension situation only a little less daunting here. Someone who worked for 30 years and retired in 2000 would have contributed \$85,000 over his career and received a monthly benefit of \$3,130, said Slone. A younger participant who retired in 2016 would have contributed \$153,000 and received a monthly benefit of \$2,210 per month. And the still younger participant who retires in 2030 will have contributed \$290,000 while standing to receive a monthly benefit of only \$1,640.»*

Almost Daily's Grant 10/2019

*«Sollte den Notenbanken weiterhin die führende Rolle bei der Ankurbelung der Wirtschaft zufallen, könnten sie dem Beispiel der Bank of Japan folgen und ihr Arsenal um Käufe von Aktien ergänzen.»*

Larry Fink Blackrock

*«EU plans EUR100bn sovereign bond: Brussels is considering a sovereign wealth fund to finance European champions to compete with corporate giants such as Apple, Google and Alibaba.»*

FT 8/2019

*«Elisabeth Warrens Senatorenkollegen Tammy Baldwin und Josh Hawley haben einen parteiübergreifenden Gesetzentwurf ausgearbeitet, der die Fed verpflichten würde, das Defizit in der US-Leistungsbilanz, die breiteste Gegenüberstellung aller Waren-, Dienstleistungs- und Vermögensgeschäfte mit dem Ausland, binnen fünf Jahren zu beseitigen. Geschehen soll das über eine «Marktzugangsabgabe», die der Republikaner Hawley und die Demokratin Baldwin allen ausländischen Finanzhäusern, Firmen, Bürgern und Staaten in Rechnung stellen wollen, die in den USA Aktien, Anleihen, Immobilien und andere Vermögenswerte erwerben.*

Tagesanzeiger 8/2019

# These VI: Sozialismus durch die Hintertür ff.

Beurteilung:  
Sobald die Pensionssysteme des Westens von den Notenbanken an die Wand gefahren worden sind, werden sie verstaatlicht

Beurteilung:  
Cui bono?

Beurteilung:  
Geld aus dem Nichts, von klammen Staaten, mit dem gescheiterten Rezept der Franzosen

Beurteilung:  
Nur ein Vorschlag aus der Giftküche, im Falle einer Rezession dürften sämtliche Barrieren eingerissen werden

## Was erwartet uns perspektivisch?

«The reason why we are not doing fiscal reforms is because you're making it easy for people to spend money they don't have. (...) I'm sorry. We actually created independent central banks in order to have this not happen, to have central banks not print money. People say Dragi is independent. No he isn't.»

«The politicians and the regulators have told us they fixed the banking system and insurance system in terms of this negative spiral of financial sector risk morphing into sovereign risk and looping back: It is the biggest non-truth that exists.»

«I think I'm going to get very loud now because in the next financial crisis the public will say: What is it with the financial sector? We're really going to make these people utilities. They are not allowed to do anything any more.»

Oliver Bäte CEO Allianz an die Adresse der EZB  
9/2019

# These VI: Sozialismus durch die Hintertür ff.

Beurteilung:

Nach der nächsten  
Finanzkrise wird Nägel mit  
Köpfen gemacht.

Wenn die Notenbanken das  
System an die Wand  
gefahren haben:  
Verstaatlichung der  
**Versicherungen?**  
Verstaatlichung der **Banken?**  
**Verstaatlichung des**  
**Finanzwesens?**

Und:

Sobald die Notenbanken mit  
ihrer Opferung des  
Zinseszinses die  
Vorsorgewerke an die Wand  
gefahren haben kommt es  
zu einer **Verstaatlichung der**  
**Vorsorgewesen.**  
Eine allumfassende  
öffentliche, fette,  
bürokratische, korrupte  
Pensionskasse?

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