

Fixed Income 7/2019

Der Bondmarkt kapituliert:

Ein Schritt näher in den
Abgrund

www.pkassets.ch/marktanalysen

Q4

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

Q1

- Die Fed-Bombe: Das Fed beugt sich dem Finanz-Markt (einmal mehr), das Fed bricht den Normalisierungskurs ab
- *«The FOMC only sees one more rate hike (total) and will taper the balance sheet starting in May (..) The FOMC stated it would reinvest mortgage backed securities into US Treasuries as they mature beginning in October. Basically, this amounts to a sort of QE-lite as the Fed begins to purchase US Treasuryies. Welcome back, QE»*
- 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

- **Das Fed kapituliert komplett und stellt eine Zinssenkung in Aussicht**
- **Das Buzzword des Quartals ist «Japanification»**
- **«The ECB and Fed now have an easing bias – the reverse of 2018»**
- **«Fed is far too tight, inflation is receding, and just one rate cut won't be enough» Stifel 6/19**

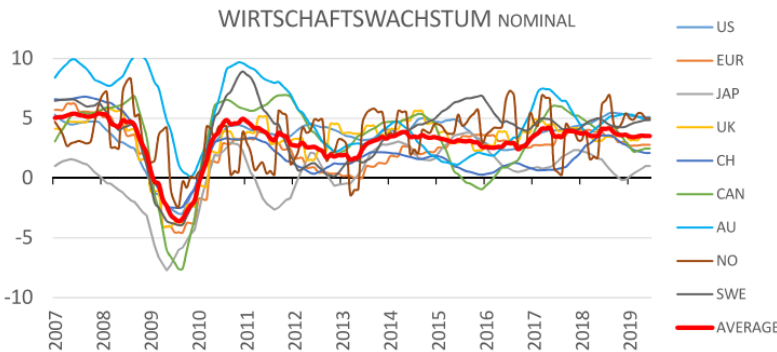
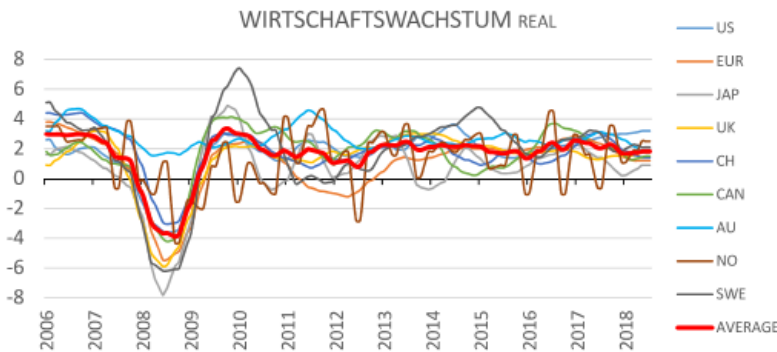
Teil I

Was passierte im **2.** Semester?

Makrodaten: BIP-Wachstum ansprechend und stabil

Stabiles positives
Wachstum über
dem Durchschnitt
der letzten 13

Jahre Sogar über
Potential?

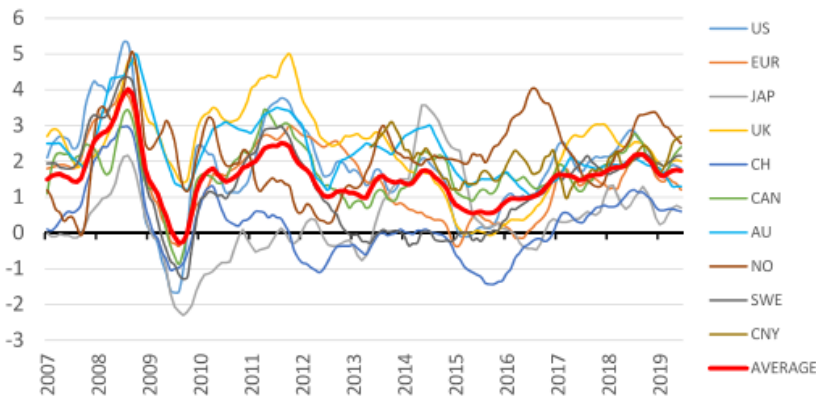


- Mit einem aktuellen durchschnittlichen realen Wirtschaftswachstum von 1.8% und nominalen Wirtschaftswachstum von 3.5% befindet wir uns tatsächlich über dem Durchschnitt seit Ende 2006
- Weit weg von Rezession und Krise
- Möglicherweise sondern nahe bei Potential

Makrodaten: Teuerung: Keine Disinflation sichtbar

Inflation: Kein
Abschwung zu
sehen Deutlich über Null,
kein Abwärtstrend
auszumachen

CPI Total

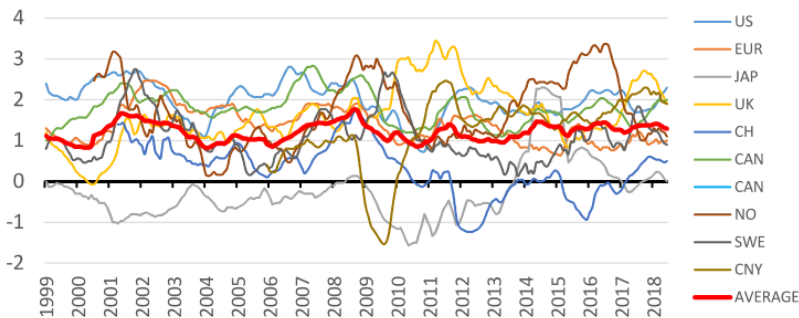


- Mit 1.6% liegt die Totalteuerung leicht über dem Durchschnitt der letzten 13 Jahre, mit 1.2% liegt die Kernteuerung fast genau auf dem Durchschnitt der letzten 13 Jahre

- **Weit weg von Disinflation,** geschweige den Deflation

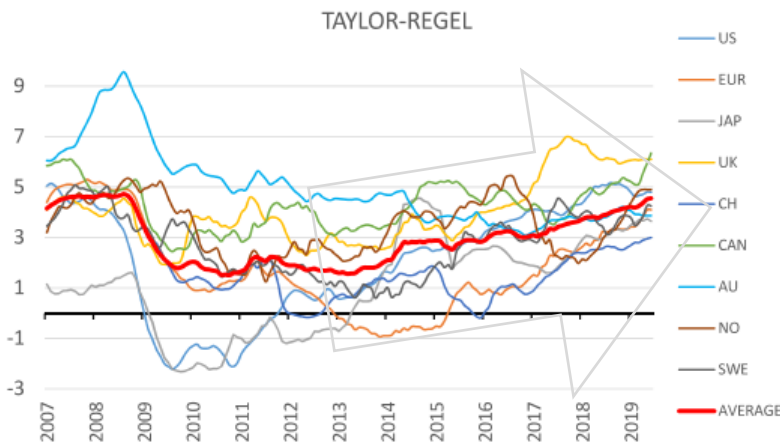
- **Allerdings:** Abgesehen von Energie ist die Inflation ein Folgefaktor und reagiert mit einem Gap von einigen Quartalen auf die Konjunktur

CPI core



Makrodaten: Taylor-Regel: Die Leitzinsen müssen rauf

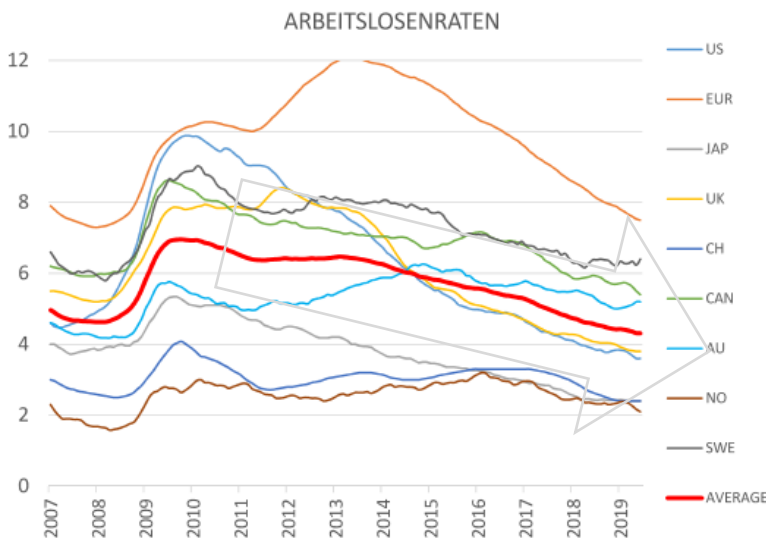
Taylor zeigt
überall hohe
Leitzinsen an keine
unter Null, keine am Fallen



- Die Taylor-Regel zeigt Leitzinsen auf einem Niveau an, wie es vor der Finanzkrise geherrscht hat
- D.h. deutlich über Null und steigend
- Mit 3% in der Schweiz und 6% in den UK sind die Unter- und Obergrenze definiert, **utopische Zahlen** in der heutigen Welt allerdings

Makrodaten: Arbeitsmarkt boomt

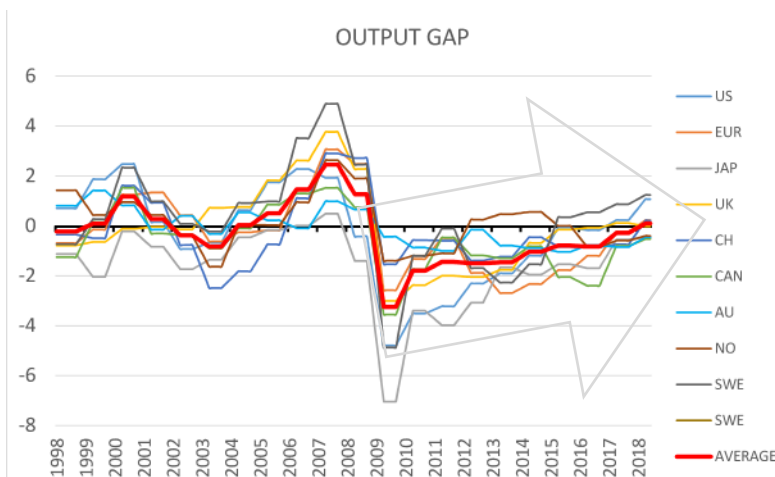
Die Arbeitslosenraten im Schnitt unter Niveau von 2008 Breite Verbesserung



- Sogar Europa holt deutlich auf
- Es ist keine Reduktion des Tempos der Verbesserung ersichtlich
- Die Arbeitsmärkte profitieren vom stabilen Wachstum
- Angesichts steigender (offiziellen) Arbeitslosenraten gehen wir davon aus, dass das Wirtschaftswachstum nahe oder über Potential ist
- **Allerdings:** Arbeitslosenraten sind ein Nachfolgeindikator mit zum Teil grossen Lags
- **Und:** Diese Zahlen umfassen nur Leute, die aktiv suchen, Ausgesteuerte etc. fallen durch die Maschen dieser Zahlen
- Ist der «Slack» im Arbeitsmarkt viel grösser?

Makrodaten: Output Gap geschlossen

Output nahe am Potential Grosse Konvergenz



- Aus den Daten der OECD zu den Output Gaps kann wenig Zusatzinformationen verglichen mit den Arbeitsmärkten heraus gelesen werden
- Aber immerhin: Das Bild von Wirtschaften, die an der Schwelle zu ihrem Potential operieren, verdichtet sich
- Normalerweise dürfte man davon ausgehen, dass eine Wirtschaft, die den Output Gap geschlossen hat an der Grenze zur Inflationsgenerierung steht, nicht so heute

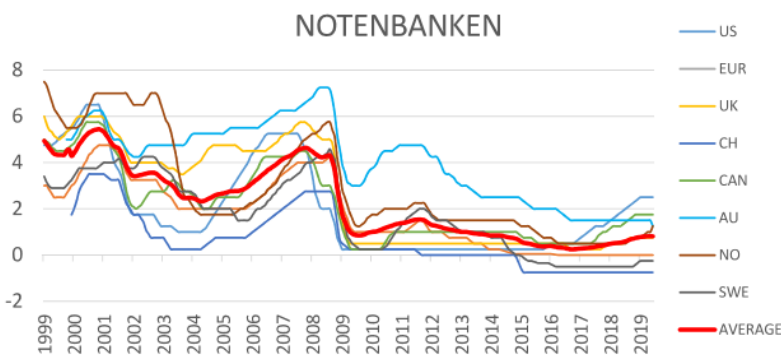
Und trotzdem: Es ist kein breiter Zinserhöhungs-Zyklus entstanden

- **BIP-Wachstum ansprechend und stabil**
- **Keine Disinflation sichtbar**
- **Taylor-Regel: Die Leitzinsen müssen rauf**
- **Arbeitsmarkt boomt**
- **Output Gap geschlossen**

...und die Leitzinsen immer noch nahe des Tiefpunktes, und in Europa sogar negativ?

Zinszyklus in den Kinderschuhen 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

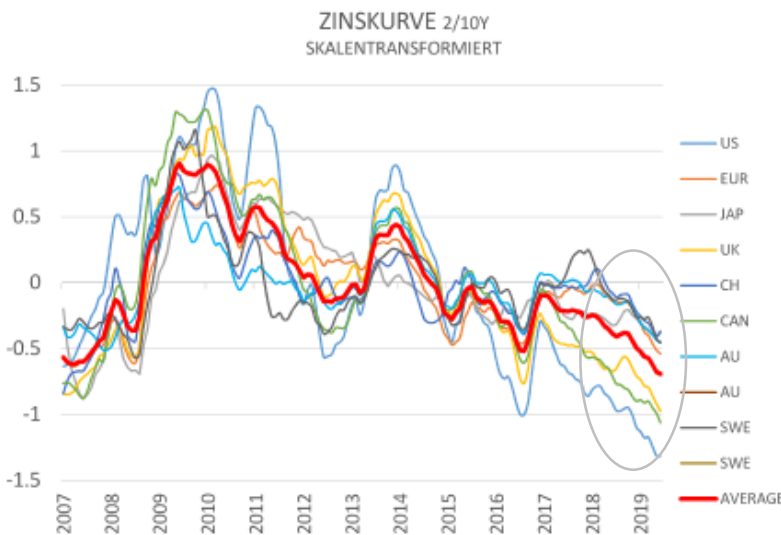
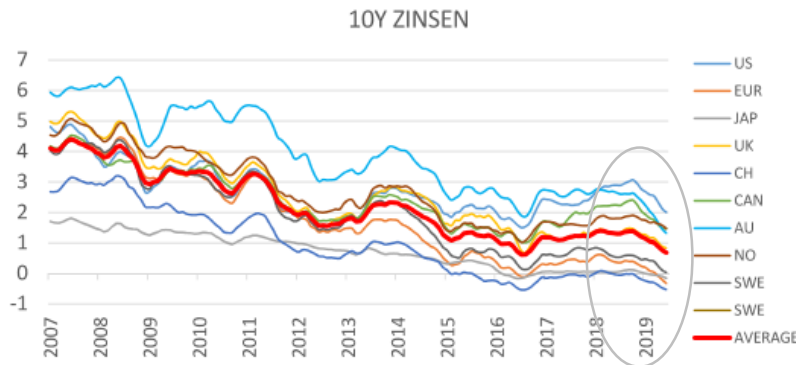
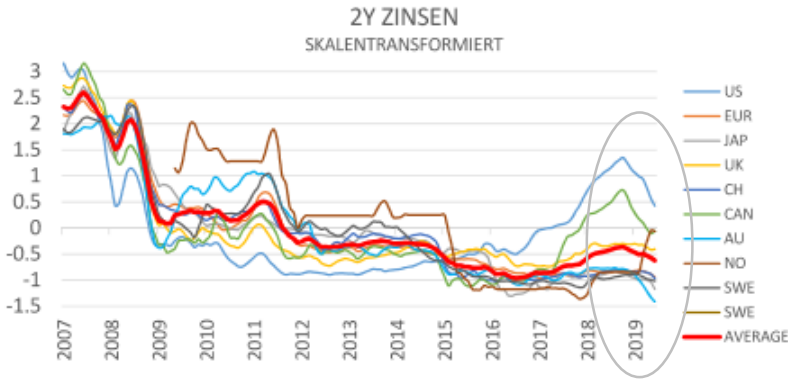


Die Notenbanken bleiben auf dem Katastrophen- Niveau

Warum?

Und: Auch der Kapitalmarkt hat komplett gedreht!

Zinsen und Kurven implodieren Zurück zu den Tiefständen



- Die Zinskurven implodieren und beginnen, Zinssenkungen einzupreisen, auch sogar in den USA

Warum?

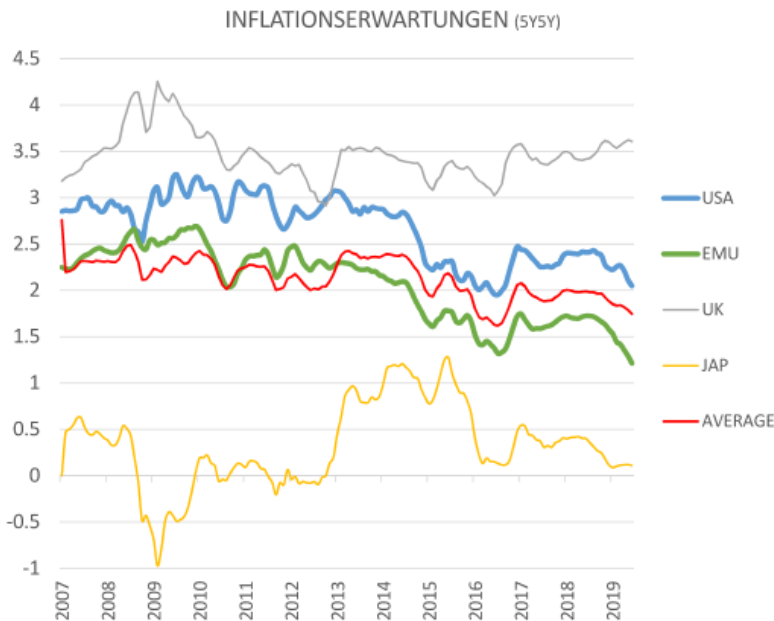
Teil II

Warum implodierende die Zinsen schon wieder?

a) Taktische Gründe

Warum sind die Leitzinsen auf Katastrophen-Niveau?

Inflations- Erwartungen crashen



Deflation wäre der Super-Gau Die Schuldner brauchen Inflation um sich zu retten

- Insbesondere USA und EMU sehen sich zur Unzeit mit implodierenden Inflationserwartungen konfrontiert
- Um überhaupt eine Chance zu haben, die hohen Schuldenstände zurück zu führen brauchen die Länder **Inflation – nicht zu gering, aber auch nicht zu hoch** – um nicht eine Vertrauenskrise zu provozieren
- Deshalb die breit verankerte Zielgrösse von 2% der Notenbanken
- Die 5Y5Y-Inflationserwartungen werden im Finanzmarkt mit Argusaugen beobachtet
- **Allerdings:** Sind diese «Inflationserwartungen» wirklich so relevant?

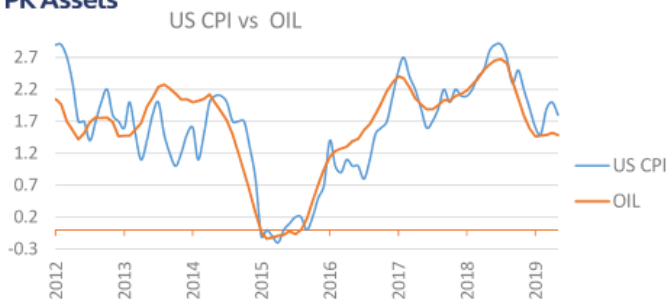
« We think inflation expectations are also being weighed down by increasing market concerns about central banks' ability to bolster growth in the next slowdown. Reduced scope for central bank action puts both eurozone and the US at risk of falling into a Japanese style deflationary trap, in our view.»

BNP Paribas 6/19

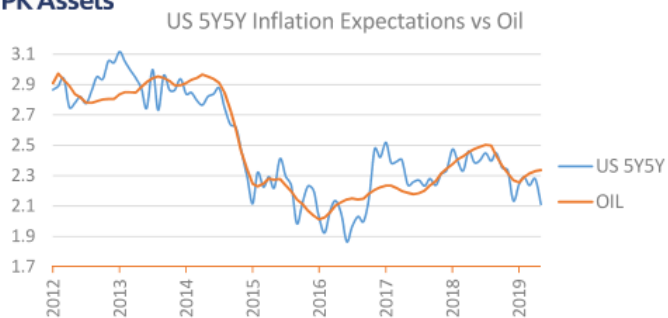
5y5y Inflationserwartungen: Der Fetish der Notenbanken

Obwohl: Wir fragen uns schon ein bisschen, was soll die Hysterie?

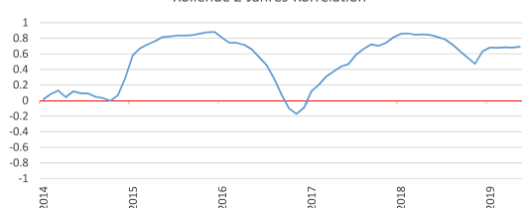
PK Assets



PK Assets



"5y5y Inflationserwartungen" vs. CPI



1. Das US CPI wird dominiert von (und folgt eng) der Veränderung des Öl-Preises
2. Auch die «Inflationserwartungen für Inflation in 5 Jahren» oszillieren um (und folgen) dem aktuellen Öl-Preis
3. Sie sind nicht einmal ein brauchbarer Vorläufer für die realisierte Inflationsrate
4. Kein Wunder korrelieren die «Inflationserwartungen für die Inflation in 5 Jahren» massiv mit der aktuellen realisierten Inflation. Man fragt sich: Hat der 5y5y überhaupt ein genuines Eigenleben?

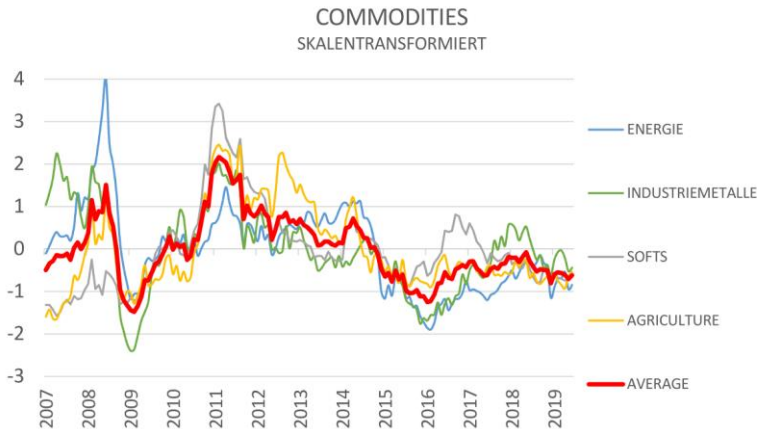
>> Was genau ist der Neu-Informationsgehalt von «5Y5Y-Inflationserwartungen»?

>> Sollte der Markt nicht doch besser nur auf den Ölpreis schauen?

>> Sollte sich das Fed nicht auf andere Parameter fokussieren? Das Fed hat kaum Einfluss auf den Ölpreis

Warum sind die Leitzinsen auf Katastrophen-Niveau?

Commodities stehen den Notenbanken nicht im Weg

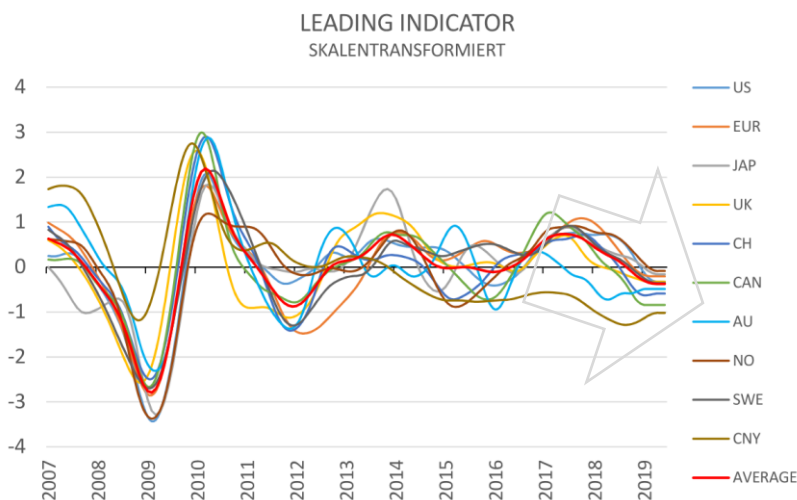


Commodity Baisse breit abgestützt Keine Inflations Sorgen aus dieser Richtung

- 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
- Dieses Commodity-Fenster reduziert den Druck auf die Notenbanken, die Zinsen zu normalisieren

Warum sind die Leitzinsen auf Katastropen-Niveau?

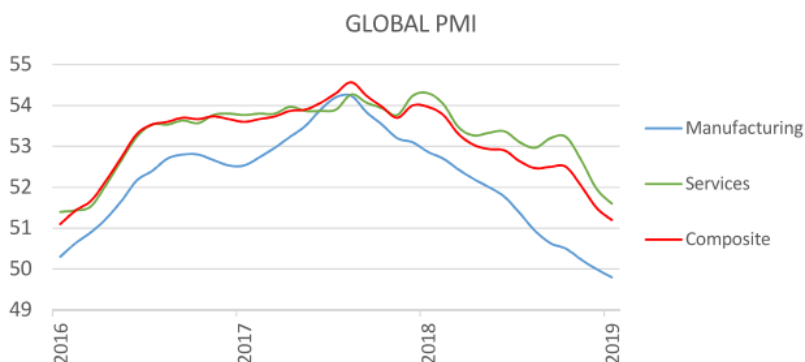
Makrodaten: «Leading Indicators» fallen: Rezessionsängste



Klares, breites Nachgeben der Leading Indicators

- Die LI zeigen einen breiten Konsens zur Abschwächung
- Die LI bestehen aus zum Teil etwas abenteuerlichen Komponenten und sind deshalb nur mit Vorsicht zu genießen

Auch die PMI geben nach



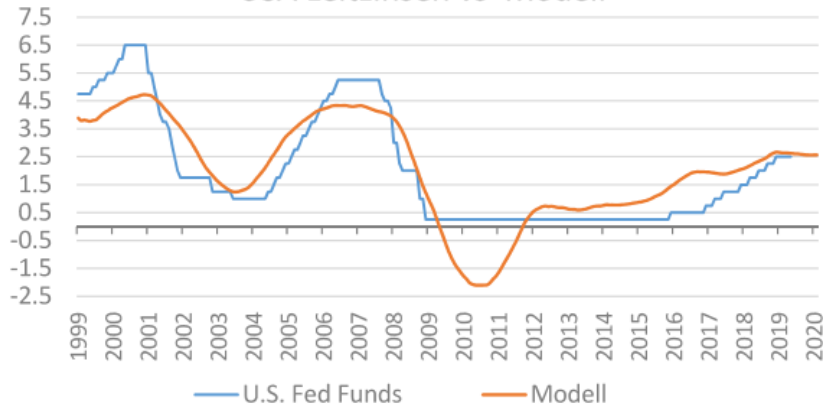
- Es ist insbesondere der globale Manufacturing PMI, der abstürzt, und bereits an der Schwelle zur Rezession sitzt
- Aber auch die Dienstleistungen sind auf das tiefste Niveau seit 3 Jahren gefallen

Warum sind die Leitzinsen auf Katastropen-Niveau?

Was sehen unsere Notenbank-Modelle?

PK Assets

USA Leitzinsen vs Modell

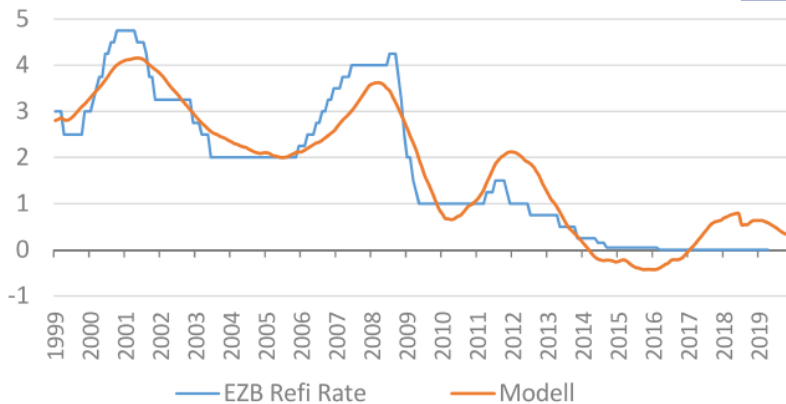


USA: Tatsächlich, ein Plateau scheint erreicht

- Zwar steigen Output Gap und Löhne, aber die Konjunktur ist nicht mehr stark genug und die Inflation zeigt Ermüdungserscheinungen, die Inflationserwartungen crashen

PK Assets

EMU Leitzinsen vs Modell

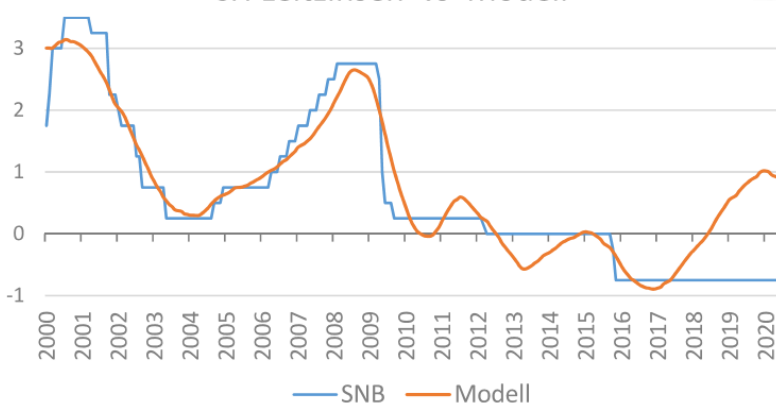


Eurozone: Disaster

- Die auf Inflationserwartungen und Währung gepolte EZB ist weiter denn je davon entfernt, die Zinsen zu normalisieren, unabhängig davon, was Output Gap, Taylor, Löhne, CPI und Leading indicator fordern

PK Assets

CH Leitzinsen vs Modell



CH: Mitgefangen, mitgehungen

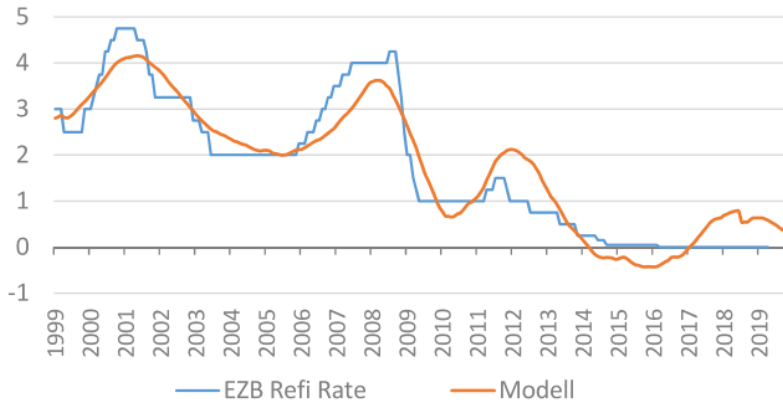
- Die CH-Leitzinsen sind geradezu absurd, alle Indikatoren stehen für deutlich höhere Leitzinsen, einen Markt für Inflationserwartungen im Eidgenossen existiert nicht

Warum sind die Leitzinsen auf Katastrophen-Niveau?

Europa: Düstere Aussichten

PK Assets

EMU Leitzinsen vs Modell



« Deutschlands Exportquote hat sich seit Einführung der Gemeinschaftswährung auf 48% des BIP fast verdoppelt »

The Market 6/19

« In our view, the eurozone is facing more than just a cyclical slowdown: it faces a comprehensive challenge to its post crisis export-led model. »

BNP Paribas 6/19

« By running a large current account surplus, the eurozone now contributes to global imbalances, and it is simply too large an economy to do so »

BNP Paribas 6/19

« Pro-cyclical fiscal tightening contributed to Japan's lost decades and the eurozone crisis - indeed, we think the eurozone's tendency towards excessive and ill-timed austerity is a key Japanisation risk factor »

BNP Paribas 6/19

Entscheidend für die Schweiz die Perspektive Europas: Brutaler Druck

- Das Wohl und Wehe des europäischen Wirtschaftswachstums fusst auf den Exporten
- Dieses Modell kommt unter brutalem Druck
- Einerseits ist der Unterschied zwischen Sparen und Investieren in der Eurozone grotesk hoch, verglichen zum BIP
- Peripherie-Länder absorbieren die Nettoersparnis der Kern-Länder nicht mehr, sie haben intern abgewertet
- Defizit-Länder rebellieren (Trump)
- Kann die Eurozone wieder anfangen, grosse Budget-Defizite zu generieren, ohne sofort eine Vertrauens-Krise auszulösen?

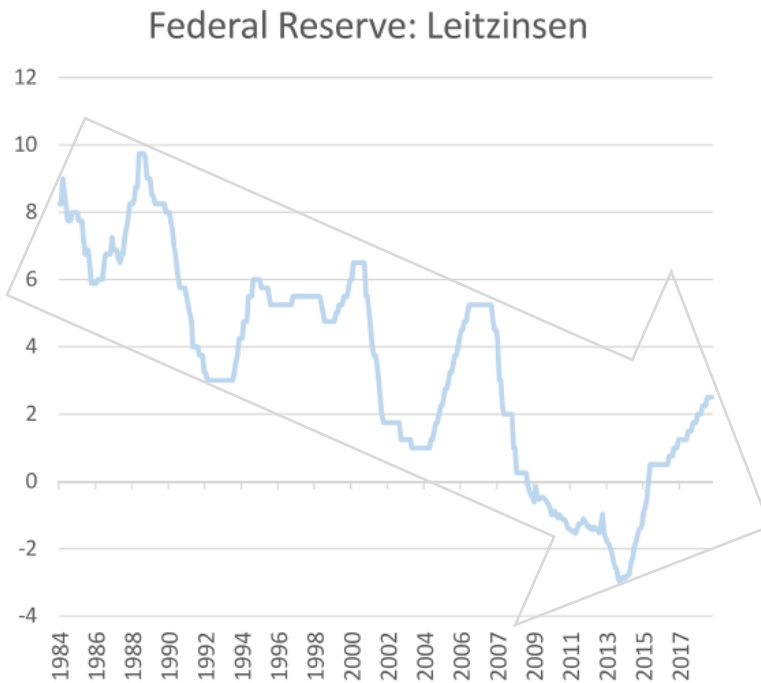
Teil II

Warum implodierende die Zinsen schon wieder?

b) Strategische Gründe

Warum sind die Leitzinsen auf Katastrophen-Niveau?

Ein weiteres planwirtschaftliches Experiment

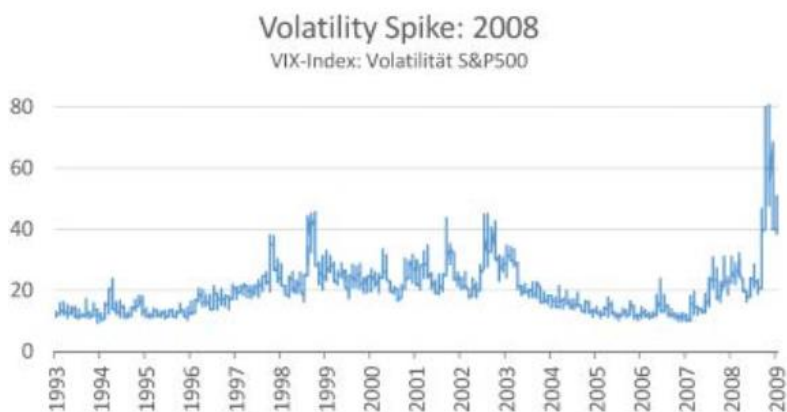


Greenspan & Konsorten machen den Finanzmarkt zum Junkie

- Greenspan 1987-2006 «besiegt» den Konjunkturzyklus und wird zum Pop-Star
- Jede Rezessionsgefahr wird aggressiv mit Leitzinsreduktionen beantwortet, ohne allerdings die Leitzinsen in der Wirtschaftserholung wieder auf die alte Höhe zu setzen
- Es resultiert ein stetiger, säkularer Niedergang der Leitzinsen...
- ...eine massive Eindämmung der Volatilität des Konjunkturverlaufs...
- ...tiefe, stabile Teuerung («Inflation ist besiegt»)...
- ...immer tiefere, stabilere Kapitalmarktzinsen

Warum sind die Leitzinsen auf Katastrophen-Niveau?

Nichts kommt gratis: Massive Tail-Risiken: Die Notenbanken können nicht mehr anders



Tail-Risiko-Aufbau durch die Notenbanken: Spikes müssen mit immer grösserer Munition bekämpft werden

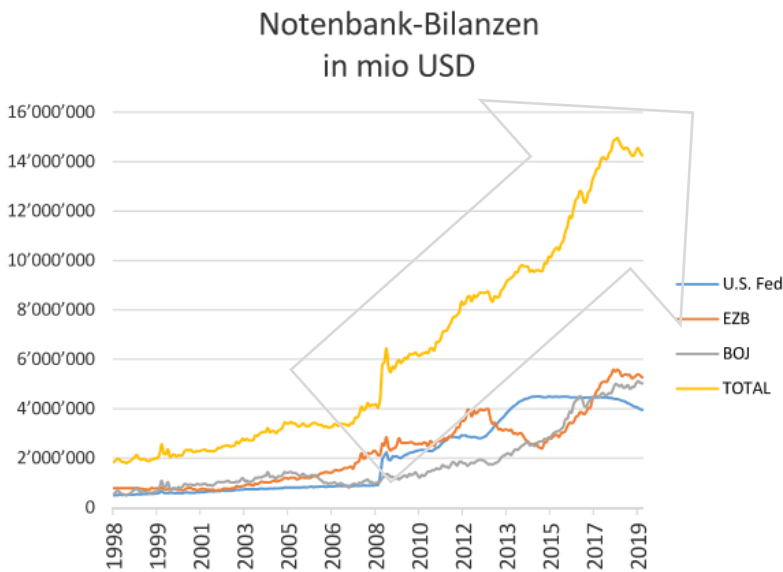
Ein Perpetuum Mobile ist erschaffen worden Der angefixte Finanzmarkt braucht immer mehr um auf Stimuli zu reagieren, vertraut aber auch immer mehr, dass bei jeder Störung die Notenbanken hin stehen. Bis dato Unmögliches wurde möglich:

- Zu tiefe Zinsen wurden zur globalen Norm
- Bis dato nur vom Hörensagen bekannte Minuszinsen wurden an vielen Orten eingeführt
- Nur theoretisch Bekanntes wie QE wird von vielen Notenbanken aktiv verwendet
- Helikoptergeld, ganz hinten im Giftschrank, wurde faktisch eingeführt
- Zinskontrollen, nur von Kriegszeiten bekannt, wurden in Japan in einer Phase mit guter Konjunktur eingeführt
- All das ohne Depression, ohne steigende Arbeitslosigkeit
- Glättung nur um den Preis von höheren Tail-Risiken
- Dass die Notenbanken ab 2009 die Welt gerettet haben, tönt wie blanker Hohn
- Die Notenbanken sind schon lange nicht mehr dabei, die Wirtschaft zu glätten
- Sondern vollauf damit beschäftigt, die Kollateralschäden ihrer eigenen Exzesse zu bändigen

Die Notenbanken haben die Welt nach 2009 nicht «gerettet», wie sie stets vermelden, sondern die Katastrophe angezettelt

Warum sind die Leitzinsen auf Katastrophen-Niveau?

Die Notenbanker gehen all-in



Massive Ausweitung des Mandats unter dem Mäntelchen des «Inflation Targeting»

- Drei 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
- Die Idee, dass die Vermeidung von Rezessionen ohne Nebenwirkungen und Kollateralschäden durch Notenbanken und ihre Geldpolitik erreicht werden kann, setzt sich durch
- 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

Wer hat den Notenbankern eigentlich das Mandat gegeben, die Tailrisiken zu erhöhen?

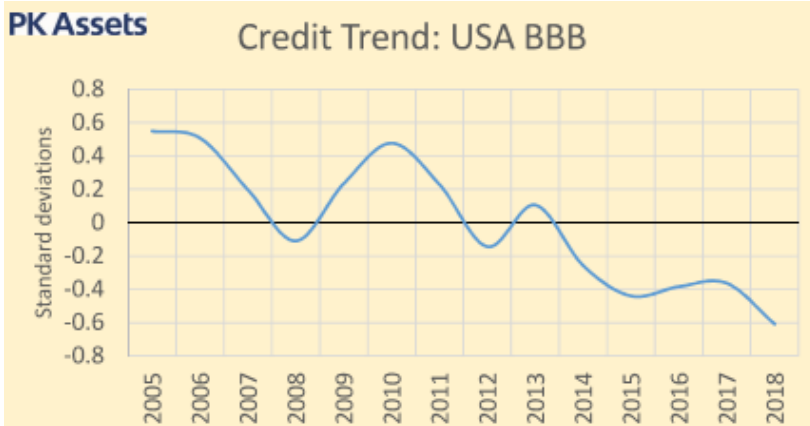
Wer hat die Notenbanker dazu ermächtigt, die Finanzintegrität als Einsatz ins globale Finanz-Roulette zu werfen?

Mit der Gefahr durch einen Maxi-Crash den ganzen Einsatz zu verlieren?

Um den geradezu lächerlichen Gegenwert von entgangenen Rezessionen?

Rezessionen, die dazu dienen, mit Ressourcen-Fehlallokationen aufzuräumen?

Massive Kollateral- Schäden:



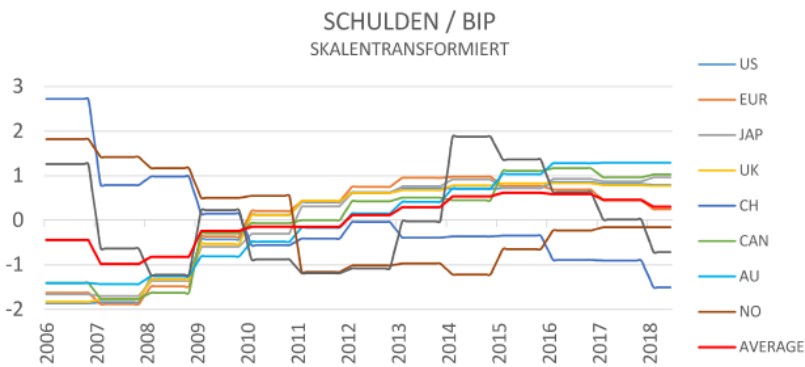
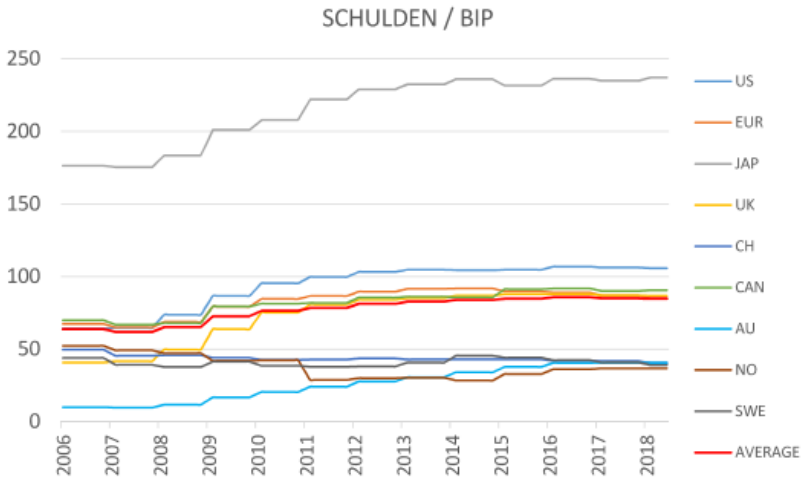
Anreiz: Schulden machen!

- Ein Klumpenrisiko im U.S. Corporate BBB
- Sollte eine Rezession kommen, dann wäre sie basierend auf der heutigen Unternehmensverschuldung möglicherweise ungewöhnlich folgenreich
- Noch nie gab es in den USA so viele BBB-Schuldner und – Schulden
- Der Leverage ist grotesk aufgeblasen mit massiven Rating-Folgen bei einem Abbrechen der Erlöse
- Die Welle an Fallen Angels könnte zu massiven Verdauungsproblemen im High Yield führen
- Über den Brandbeschleuniger ETF –ein Liquiditäts-Mismatch im Markt- könnte es zu einer Kettenreaktion kommen

Wie viele Katastrophen braucht es noch, bis die Notenbanker merken, dass sie permanent die Tail-Risiken erhöhen?

Warum sind die Leitzinsen auf Katastrophen-Niveau?

Massive Kollateral- Schäden:



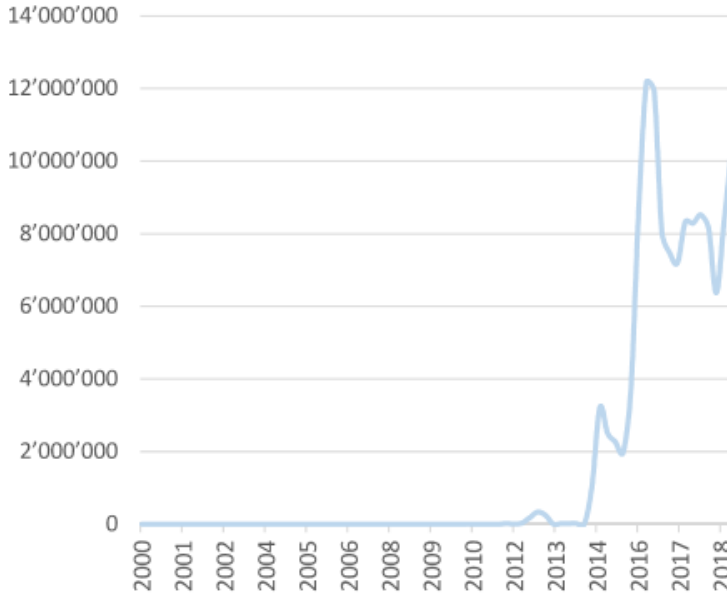
Aufräum-Arbeiten überschulden die Staaten

- Ein 3-Klassen-System hat sich herausgebildet:
- Abgeschlagen Japan, ein grotesker Schulden-Zombie, der sich nur dank inländischer Ersparnis/Finanzierung am Leben erhält
- Breite Phalanx von Problemfällen, die nur dank Finanz-Repression überleben: USA, EMU, UK und CAN
- Musterknaben mit kaum nennenswerter Verschuldung, die aber trotzdem in der Finanzrepression an vorderster Front mitmachen: CH, AUS, NO und SWE
- Mit einer Durchschnittverschuldung von über 80% dürften sich die Volkswirtschaften dauerhafte Schäden am Potentialwachstum einhandeln

Warum sind die Leitzinsen auf Katastrophen-Niveau?

Massive Kollateral- Schäden:

Globaler Marktwert von negativ
Verzinsten Obligationen (in Mio USD)

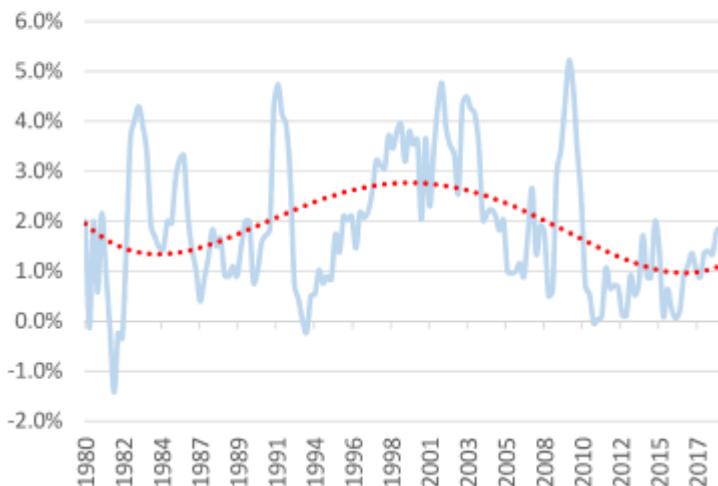


Machen die Schulden den Kapitalismus kaputt?

Beseitigung des Zinseszins

- Die Notenbanken beseitigen mit den Zinsen gleich auch noch den Zinseszins
- Mit der Abschaffung des Zinseszins wird die Zukunft von Pensionskassen beschädigt, wenn nicht sogar verunmöglicht
- Um Rendite zu bekommen, flüchten die Anleger in riskantere Anlagen

U.S. Produktivitätswachstum (Quelle
BLS)

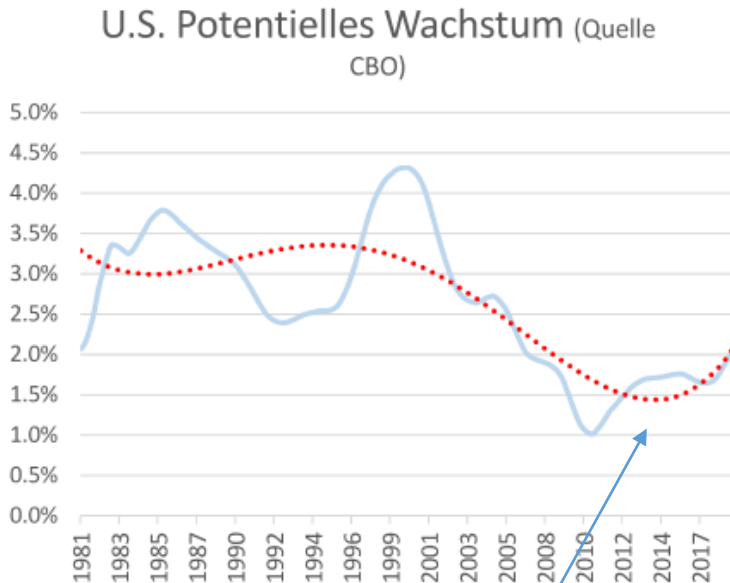


Zombifizierung der Wirtschaft

- Die Zombifizierung der Wirtschaft und die Monopolisierung beendet den Produktivitätsfortschritt
- Das Problem: Produktivität ist die Quelle von allem was den Kapitalismus ausmacht
- Ohne Produktivitätsfortschritt keine höhere Wohlfahrt

Warum sind die Leitzinsen auf Katastrophen-Niveau?

Massive Kollateral-Schäden:



Nur mit der (bis dato) ultimativen Brechstange/Geldpolitik konnte ein gewisser Rebound erzwungen werden
Ist er von Dauer?

Verzocken die Notenbanker die Zukunft?

- 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?
- Wenn also die Gefahr von «unanchored inflation expectations», die jeweils zu neuen Stimuli führen, gerade von den Notenbankern erzeugt werden
- Haben wir es dann nicht mit einer Todesspirale zu tun?

Teil III

Was bedeutet das für die Bondmärkte?

« In a world where you are closer to the effective lower bound... it is wise to react to prevent a weakening from turning into a prolonged weakening. In other words, an ounce of prevention is worth a pound of cure»

Powell, Federal Reserve

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

- Wir sind überall bei den Leitzinsen nahe der Null; Leitzinsen unter Null und 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 Zinszyklus war 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...

1. These I: Viel, viel tiefere negative Leitzinsen
2. These II: «Modern Monetary Theory» kommt!
3. These III: Noch viel mehr Schulden mit immer weniger Qualität
4. These IV: Die Obligationenwelt wird immer absurder... und obsolet?
5. These V: Inflation ist nur scheinbar tot
6. These V: Sozialismus durch die Hintertür

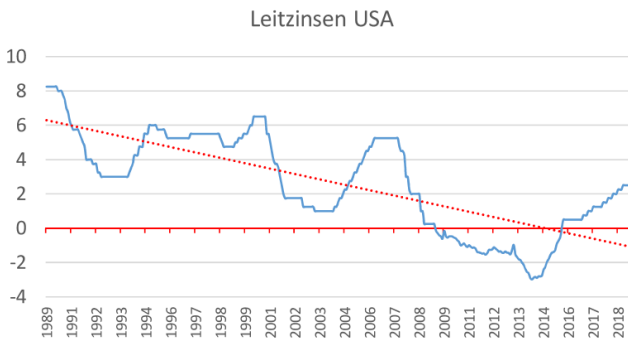
Anekdotisches im Berichtsquartal

Was erwartet uns perspektivisch?

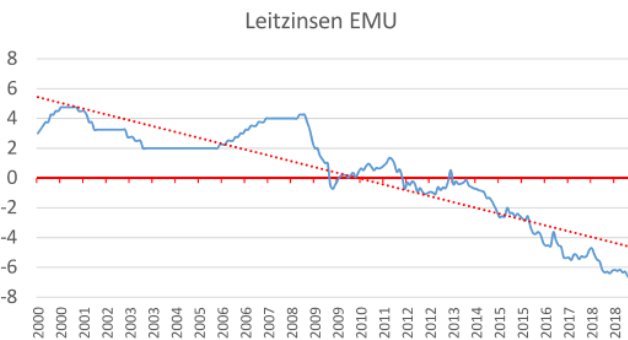
These I:
Viel, viel tiefere
negative
Leitzinsen

«Past performance is not indicative of future results»

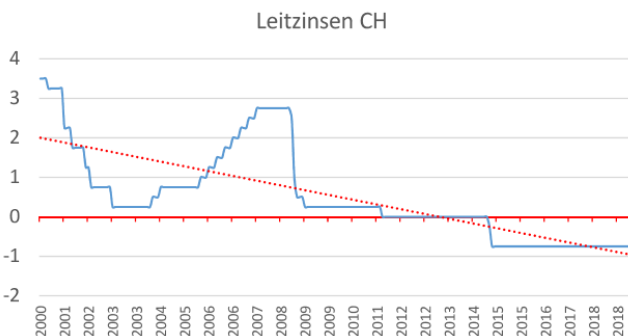
Was, wenn doch?



?



?



?

Was erwartet uns perspektivisch?

These I: Viel viel tiefere negative Leitzinsen

« If the ECB re-starts QE next year, as we think is likely, the resulting upward pressure on the Swiss franc would stoke deflationary fears at the SNB and prompt a policy response. We expect the SNB to step up its currency interventions at the end of this year, and ultimately cut the sight deposit rate further into negative territory, from -0.75 to -1.00% in mid-2020»

Capital Economics 5/19

« Japanisation: A situation of persistent and self-perpetuating low real growth and low negativ inflation, associated with low nominal yields and a flat yield curve»

BNP Paribas 5/19

« A growing body of academic literature and real world experience suggest there is a point beyond which debt becomes a drag on growth. That means that the recovery after the next recession will be even slower than the last one. If, as i expect, the Federal Reserve and other central banks react with massive QE, it is entirely possible that the whole developed world will begin to look like Japan: Slow nominal GDP growth , low interest rates that penalize savers, low inflation or even deflation»

Mauldin 5/19

«The U.S. has deindustrialized, reducing the cyclical swings in the real economy while also marking the consumption economy more subject to asset values supported by low interest rates.»

Stifel 6/19

Beurteilung:

Der Markt hat sich an
Negativ-Zinsen gewöhnt.

Dem Finanzmarkt ist es
egal, wie diese zustande
kommen: Mit effektiven
negativen Leitzinsen oder
aber mit QE, die faktisch das
gleiche bedeuten

Für «stimmige» ad-hoc-
Erklärungen zum Phänomen
gibt es immer Ökonomen
(«säkulare Stagnation» etc)

Aber alle merken: Etwas
stimmt nicht. Die Rezepte
wirken nicht und haben
massive Nebenwirkungen

Und es dämmt: Die
Nebenwirkungen drohen,
den Patienten umzubringen

Was erwartet uns perspektivisch?

These I: Viel viel tiefere negative Leitzinsen ff.

«The National Bureau of Economic Research released a paper examining the effects of low interest rates on economic dynamism. Incumbents will like what they see:

A reduction in long-term interest rates tends to make market structure less competitive within an industry. The reason is that while both the leader and follower within an industry increase their investment in response to a reduction in interest rates, the increase in investment is always stronger for the leader. As a result, the gap between the leader and follower increases as interest rates decline, making an industry less competitive and more concentrated.

When interest rates are already low, this negative effect of lower industry competition tends to lower growth and overwhelms the traditional positive effect of lower rates on growth.

The OECD released Working Paper No. 1372, which reached a similar conclusion:

Evidence of a decline in productivity-enhancing reallocation is particularly significant in light of rising productivity dispersion, which would ordinarily imply stronger incentives for productive firms to aggressively expand and drive out less productive firms. Instead, the productivity gap between frontier and laggard firms has risen, even while the forces bringing dynamic adjustment are waning. This tension is a red flag that something is wrong with productivity, but also points to a potential deterioration of the exit margin [meaning fewer firms are going to corporate heaven].

Needless to say, the march lower in interest rates will help this encumbered group continue to walk the earth. »

Almost Daily Grant's 6/2019

« David Rosenberg, Chefökonom von Gluskin Sheff, hat sogar schon die Vorhersage gewagt, dass bei der nächsten Rezession in den USA keine weitere Runde der quantitativen Lockerung eingeläutet werde. Vielmehr werde das Treasury dem Fed eine Anleihe in beliebiger Billionenhöhe übergeben, das Fed drucke das Geld und händige es dem Treasury aus, das damit Projekte finanzieren und die Nachfrage stimulieren könne»

Steven Englander, Standard Chartered, NZZ 5/19

Beurteilung:

Egal wie erbärmlich die Bilanz: Der Prozess wird auf Gedeih oder Verderben weiter geführt.

Der von den Notenbanken angeschobene Prozess von zunächst punktuellen Eingriffen in das Marktgeschehen zur heutigen manischen Tendenz zur Planwirtschaft ist am rollen, und führt wie auf Schienen zu einer immer weiteren Eskalierung.

Mahnende Worte bleiben ungehört oder verhallen ohne Echo.

These II: «Modern Monetary Theory» Kommt!

« Debate over MMT, which languished in obscurity for decades, has exploded in recent months. The idea has been criticized by a series of financial heavyweights, from Buffet to Powell. But Dalio, the founder of Bridgewater Associates, the world's biggest hedge fund, said policy makers will have little choice but to embrace it. Their challenge will be to produce economic well being for most people when monetary policy does not work»

Bloomberg 5/19

« Für die Anleger ist die MMT attraktiv, weil sie dafür wirbt, dass die Notenbanken in der nächsten Rezession alle Staatsdefizite direkt finanzieren, um die Arbeitslosigkeit zu bekämpfen und die Börsenkurse zu stützen. Die Zeiten in denen Aktienbesitzer liberale Eigentumsrechte verteidigen und das Ende der Tiefzinspolitik forderten, sind längst vorbei. Sie haben sich in der neuen Welt der Geldschwemme gut eingerichtet und hoffen, dass dieser Zustand möglichst lange anhalten wird, Die MMT verspricht ihnen dies.»

Tobias Straumann in NZZ 5/19

« Die MMT (..) hat utopischen Charakter. Sie geht davon aus, dass die Politik mithilfe von Fachleuten fähig ist, das Wirtschaftsgeschehen optimal zu steuern. Diesen Trend zur Selbstüberschätzung der ökonomischen Zunft hatten wir schon einmal. Bereits in den 1960er Jahren glaubten viele Ökonomen an die Feinsteuerung der Konjunktur. Sie nannten sich Keynesianer, obwohl Ihre Theorie nur am Rande mit dem Denken von Keynes begründet werden konnte.»

Tobias Straumann in NZZ 5/19

Beurteilung:

MMT ist eine Neuauflage von alten, verstaubten sozialistischen Rezepten, die hundertmal falsifiziert worden sind.

Und trotzdem: Der Wagen rollt, zielgenau in exakt diese Richtung

Was erwartet uns perspektivisch?

These II: «Modern Monetary Theory» Kommt!

« Even establishment figures such as Olivier Blanchard, former IMF chief economist, and ex Treasury Secretary Larry Summers say it's a good time to set aside fears about deficits and debt»

Bloomberg 5/19

« Meiner Ansicht nach wäre es zu viel der Ehre, MMT als seriöse Theorie einzustufen. Es ist eher eine Sammlung von vagen Ideen und Wunschvorstellungen. Eine klare, in sich schlüssige Theorie ist nicht erkennbar»

Ernst Baltensperger 6/19

« Failed reflation is forcing a Fed re-think of monetary policy, possibly compounded by the threat of politically mandated fiscal debt monetization (Modern Monetary Theory)»

Stifel 6/19

ff.

Beurteilung:

Funktionäre, Berufspolitiker und Beamte sind die grossen Gewinner der MMT.

Diese sind in der für linke Anliegen wohlmeinenden Mainstream-Presse gut verlinkt.

Mahnende Worte gibt es, aber v.a. in der Fachpresse für Finanzspezialisten, die in der Aussenwirkung vernachlässigbar sind

Die Welt ist genau 1 Finanz-Umfall entfernt von einem weiteren Sozialisierungsschritt im Wirtschaftssystem

Was erwartet uns perspektivisch?

« The CBO pencils in deficits (in the U.S.) averaging 4.3% of GDP each year through 2029. That compares to a 50 year average deficit of 2.9% and 2.4% as recently as 2015.»

James Grant in The Market 6/19

« In the U.S. both sides of the political spectrum are to a large degree now advocating for deficits while the progressive economic doctrine of Modern Monetary Theory is gaining acolytes»

Bloomberg 5/19

« Fed Chairman Powell said the leveraged loan market doesn't represent a threat to the financial system, even if there are some parallels between that debt and last decade's mortgage market. He did point to mutual funds as potentially problematic participants in the market, because a downturn could encourage investors to redeem shares faster than the funds can sell off loans. He also said regulators need to find out more about which investors are buying CLOs to find out where risk is being transferred»

Bloomberg 5/19

« Die grössten Exzesse sehen wir im Bereich Private Equity. Die Branche hat gemerkt, dass sie ihre Beteiligungen nicht mehr ans Publikum verkaufen muss. Stattdessen reichen sie ihre Investments unter sich weiter und nehmen dafür massiv Schulden auf, die Bewertungen erreichen durchs Band den zwanzigfachen Ebitda.»

Crispin Odey 6/19

« Regulators are largely in the dark when it comes to which parties are holding the ultimate risk for the 85% of the leveraged loan market held by non banks. Fed and ECB officials have drawn attention to heavily indebted companies and the deteriorating standards of loans bundled into securities called CLOs. Even if banks are cushioned from loan losses because they're offloading the riskiest credits to investors, regulators can't exactly pinpoint where risks from corporate debt lie and how losses will ripple through the financial system when the economy turns.»

Bloomberg 6/19

These III: Noch viel mehr Schulden mit immer weniger Qualität

Beurteilung:

Der Schuldenzyklus nach Hyman Minsky lebt.

Die grosse Frage ist, in welchem Stadium der Entwicklung wir uns befinden. Im vorletzten oder im letzten?

Die Parallelen zu den vergangenen Übertreibungen sind offensichtlich.

Es gibt gigantische Schuldenmaschinen – Private Equity, Private Debt – mit ebenso gigantischen Interessenskonflikten durch eine Verbriefung in Tranchen-Produkte, die in gleichem Masse wie letztes Mal dummes Geld anziehen.

Die Aufpasser schlafen auch diesmal.

Was erwartet uns perspektivisch?

« The proportion of loans considered covenant light, meaning that traditional investor protections have been largely removed, remained at a record 79% in May, up from about 20% in 2007. that potentially exposes creditors to higher loss levels in the event of trouble. A report today from Moody's Investors Service expresses alarm at the growing ability of borrowers nearing or even in default to nevertheless hive off assets including cash, beyond the reach of creditors. »

Bloomberg 6/19

« On Wall Street, success begets failure. Take a good idea, emulate it and embellish it, drive it into the ground like a tomato stake. Voila: It's a bad idea. »

Grant's Interest Rate Observer 6/19

« As the private equity, leveraged loan and CLO trains chug along, one familiar name enthusiastically hops aboard. Last Thursday, LCD reported that Deutsche Bank is planning to follow the lead of a number of U.S. banks and invest in the senior most CLO tranches as a way to better manage excess liquidity and boost profitability. »

Bloomberg 6/19

These III: Noch viel mehr Schulden mit immer weniger Qualität

Beurteilung:

Die Pervetierung einer einst mal guten Idee läuft ab vor aller Augen, ungebremst und destruktiv mit einer endlosen Schlange von schlachtwilligen Investoren-Lämmern, die durch die Juristen der Gegenseite abgezockt werden, analog zum Script der letzten Finanzkrise

Dummes Geld, in der Person einer grossen Universalbank nimmt als letzter Player Platz an der Pokerrunde, das hatten wir doch schon einmal?

Was erwartet uns perspektivisch?

« Das Vorgehen der Zentralbanken wird immer innovativer werden. Sie improvisieren künftig noch mehr. Radikale Geldpolitik erzeugt noch radikalere Geldpolitik.»

James Grant 5/2019

« The Bank of Japan has bought every bond it can except those the government will create to fund future deficits, which is why they are buying stocks not just in Japan but in the US as well. They are trying to put yen into the system in an effort to generate inflation . It simply has't worked.»

Mauldin 5/2019

« In a bid to prevent unwanted currency appreciation, the SNB prints francs out of thin air, sells them to buy euros then diversifies into other assets like US equities. In doing so, the gnomes have accumulated an asset stockpile equivalent tot 115% of last year's GDP, compared to 39% for the ECB and 19% for the Federal Reserve.»

Mauldin 5/2019

« Somehow we need to go to an economy that is using ist resources, operating at full employment, but doing so in a way that isn't reliant on bubbles.»

Janet Yellen, before she became Fed chair

« Given the existential threat of the degradation of the environment, including climate change, the priority should be to use ECB's money-creation capacity towards the support of environmental projects. This can be done without creating inflation»

Paul de Grauwe, Economist at the LSE

« We're going to see quantitative easing in our future on a scale that will shock everybody.»

Mauldin 6/19

These IV: Die Obligationenwelt 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?

« At the biggest mortgage bank in the world's largest covered-bond market, a banker took a few steps away from his desk this week to make sure his eyes weren't deceiving him. As mortgage-bond refinancing auctions came to a close in Denmark, it was clear that homeowners in the country were about to get negative interest rates on their loans for all maturities through to five years, representing multiple all-time lows for borrowing costs.»

Bloomberg 5/19

« Italian five-year yield rises above Greek equivalent for first time since 2008.»

FT 5/19

« Chatwell, head of European rates strategy at Mizuho, described German 30-year bonds as a «giffen good», defined as a product that people consume more of as the price rises. Investors who follow a benchmark index are likely to buy German bonds, while others may only be permitted to buy securities with a positive yield. (..) German 30 Year yields currently provide a yield of 0.25%, the lowest level on record..»

Bloomberg 6/19

« Das Standardwerk «A History of Interest Rates» von Homer und Sylla deckt die Finanzgeschichte über vier Jahrtausende ab. Negative Zinsen kommen darin nicht vor. Doch obschon es historisch keine Anhaltspunkte gibt, hält das den IWF nicht davon ab, extrem negative Zinsen als Instrument vorzuschlagen, um die nächste Rezession zu bekämpfen. (..) Der IWF schlägt vor, extrem tiefe Zinsen durchzusetzen, indem physisches Geld entweder nicht zur Verfügung steht oder nicht verwendbar ist. Auf diese Weise wäre es einfach, auf den im digitalen Finanzsystem eingeschlossenen Vermögenswerten negative Sätze zu verrechnen, was de facto einem Kapitalschnitt gleichkommt»

The Market 6/19

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

Beurteilung:

Es ist erstaunlich, wie der Bondmarkt das alles hinnimmt, besoffen von der eigenen Performance.

Alle die es wissen wollen, sehen, was abläuft, dass es nicht nachhaltig ist, und dass es das System zerstört.

Und trotzdem gibt es keine Bond Vigilantes mehr.

Was erwartet uns perspektivisch?

« Warum beträgt das Inflationsziel 2%? Stanley Fisher stellte als Vizepräsident während seiner ersten Sitzung im Federal Reserve dieselbe Frage. Ein Mitarbeiter des Fed antwortete: Weikl sonst die Modelle nicht mehr funktionieren würden. »

Danielle DiMartino Booth 6/19

« The worldwide sum of negative yielding debt instruments rose to \$11.8 trillion as of yesterday (...) Never in the 4'000 years of human history, per Sylla, were negative rates seen in substantial size prior to this cycle. The upside down policy rate extends to the less creditworthy members of the E.U., as Baa3/BBB rated Italy and B1/BB- rated Greece saw their 10-year yields fall to 2.12 and 2.51% respectively, not far above the United States. »

Grant 6/19

« We have probably the riskiest credit market that we have ever had. »

Scott Maher, CIO Pimco 5/19

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

Beurteilung:

Alle wissen um die Risiken.

Niemand ist euphorisch.

Und trotzdem sind alle Anleger auf der Welt maximal geladen mit Papieren, die sie noch vor wenigen Jahren nicht mit der Pinzette angelangt hätten.

Für eine reale Entschädigung, zu dem sie früher nicht einmal Risk-Free gekauft hätten.

Was ist dies anderes als **irrational exuberance**?

Was erwartet uns perspektivisch?

These V: Inflation ist nur scheinbar tot

« Die Notenbanken werden mit Helikoptergeld reagieren müssen, weil ihnen keine anderen Mittel mehr zur Verfügung stehen. Wir werden hohe Budgetdefizite in der Größenordnung von 15 bis 20% sehen. Das kreierte letztlich Inflation. Regierungen können immer eine Teuerung herbeiführen. Aber was braucht es dazu? Soll man – mit Helikoptergeld – jedem Einwohner einen Check von 1 mio \$ geben? Sind es 10 Mio, oder reichen 100'000\$? Niemand weiss es. Jedes Mal, wenn dies in der Realität ausprobiert wurde, endete es im Desaster.»

Albert Edwards 6/19

« Prägend für mich ist (...) das Beispiel der USA in den 1950/60er Jahren. Nach dem Krieg und bis weit in die sechziger Jahre war dort Inflation schlicht kein Thema. Sie war auf niedrigem Niveau fest verankert. Das führte dazu, dass der Eindruck entstand, ein geldpolitisch aggressiver Kurs sei ohne jedes Risiko. Die berühmtesten Ökonomen der Zeit – Samuelson, Tobin, Solow etwa – sagten alle: Ein bisschen Inflation wäre sogar gut, wir sollten geldpolitisch expansiver sein. Eine Zeitlang wurde es zum fast offiziellen Dogma, zu denken, die Hauptaufgabe der Notenbank bestehe darin, die Zinsen tief zu halten. In meiner Interpretation führte genau das dann in den inflationären Prozess, der am Schluss während der frühen achtziger Jahre mit Inflationsraten in den USA von etwa 15 Prozent geendet hat.»

Ernst Baltensberger 6/2019

Beurteilung:

Argumentiert man heute mit «Inflation» wird man bestenfalls nicht mehr Ernst genommen.

Eigentlich das klarste Anzeichen dafür, dass dieser ultimative Pain Trade am Horizon steht

Aber das besorgniserregendste ist:

Es ist nicht einmal klar, ob die Notenbanken uns in die Hyperinflation oder in die Deflation führen, denn wir sind schon längst in Terra Incognita, in einem Experiment das in vielerlei Hinsicht ein- und erstmalig ist

These VI: Sozialismus durch die Hintertür

« BOJ and GPIF (Japans Pensionskasse) combined hold more than 10% of the total Japanese equity market according to Bloomberg market cap data, almost doubling since the beginning of Abenomics in 2013 (...) that will likely make them the number one shareholder in 182 of the Nikkei 225 constituents. »

BNP Paribas 4/2019

« As a consequence of ongoing asset purchases under QQE, the BoJ now holds 45% of all outstanding government debt. Persistent high deficit spending has lifted government debt to 200% of GDP. The BoJ is buying the equivalent of more than 100% of government's deficit spending on the secondary market, so the BoJ's share is rising. It also holds a reported 75% of all outstanding ETFs on the Nikkei. »

BNP Paribas 4/2019

« Der Marktzins als natürlicher Allokator von Kapital ist weitgehend ausgehebelt. Die Folgen werden Fehlallokationen in gigantischer Grössenordnung sein, die mit marktwirtschaftlichen Mitteln kaum mehr kontrolliert und bereinigt werden können. Innerhalb eines Jahrzehnts haben sich die Notenbanken zu Handlangern einer Planwirtschaft gemacht, die kaum mehr rückgängig gemacht werden kann. Die Politik hat versagt, weil sie nicht mehr bereit ist, eine Rezession als Korrektur und Bereinigung von Exzessen aus dem vorhergehenden Aufschwung zuzulassen. Die Folgen mit Manipulationen und Regulierungen bringen mehr Planwirtschaft mit einer steigen Erosion von Prosperität für die Mehrheit unserer Bevölkerung. Das Misstrauen und der Druck von der Strasse gegen das politische und wirtschaftliche Establishment werden so sicher zunehmen, denn die Menschen in Europa und Nordamerika sind unzufrieden mit ihren selbstgefälligen Eliten »

Felix Zulauf 6/2019

Beurteilung:

Die Finanzmärkte werden heute dominiert von

- Passiven Investoren, denen komplett egal ist, was in ihren Portefeuilles steckt
- Pensionskassen, die wenig Ressourcen haben, den CEOs auf die Finger zu schauen
- Staatsfonds mit Spezialagenda
- Staaten, die virtuell geschaffene Geld mit beiden Händen in Märkte ausserhalb der eigenen Währungsjurisdiktion werfen, ohne jegliches Augenmass

Die maximal incentivierten CEOs maximieren den erwarteten Wert ihrer Call-Optionen, ungehindert von Checks und Balances.

Das System wird ad absurdum geführt und dürfte auf mittlere Frist scheitern.

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