

PK Assets

Konjunktur und Finanzmärkte

Die Zusammenhänge

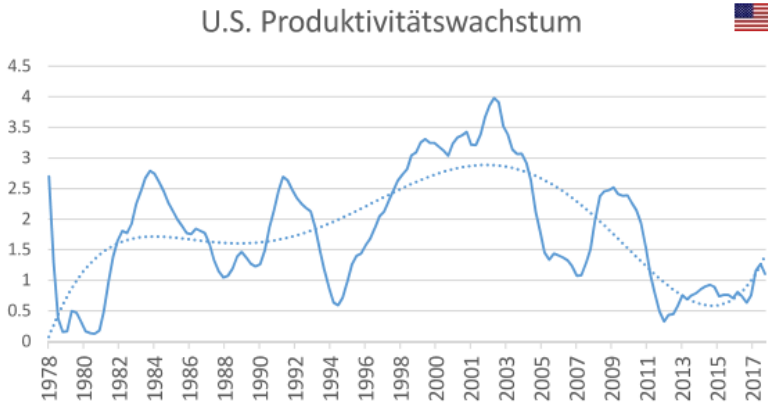
www.pkassets.ch/marktanalysen

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

Die Zusammenhänge

Erklärt am Beispiel USA

Am Anfang steht die Produktivität



Labor Productivity:

This concept tracks the total output that can be produced with a given output of labor. Generally it is measured by dividing total gross domestic product by either total employment or total hours worked (Source: Bloomberg)

1
Am Anfang steht
die wichtigste
Kennzahl der
Welt:

**Produktivitäts-
Wachstum**

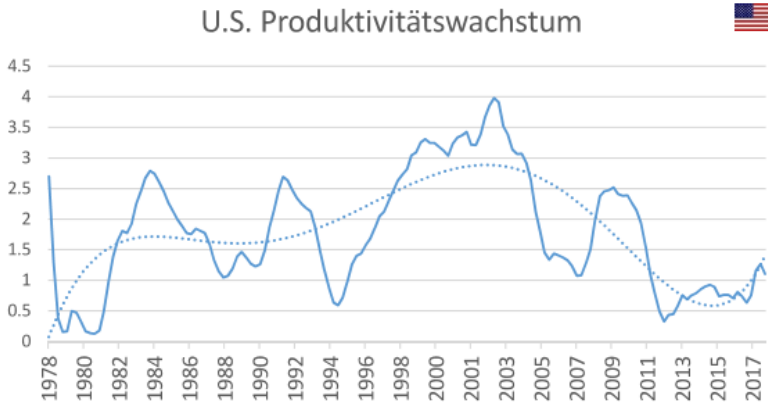
Ohne Produktivitätsfortschritte...

- ...kein Wirtschaftswachstum pro Kopf
- ...keine strukturelle reale Lohnerhöhungen
- ...keine Erhöhung der Wohlfahrt und des Lebensstandards
- ...keine Überwindung der Armut

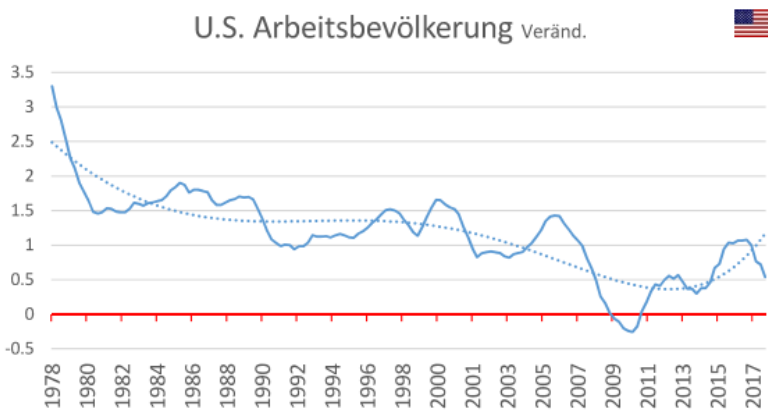
Gibt es einen Benchmark für Wachstum?

2

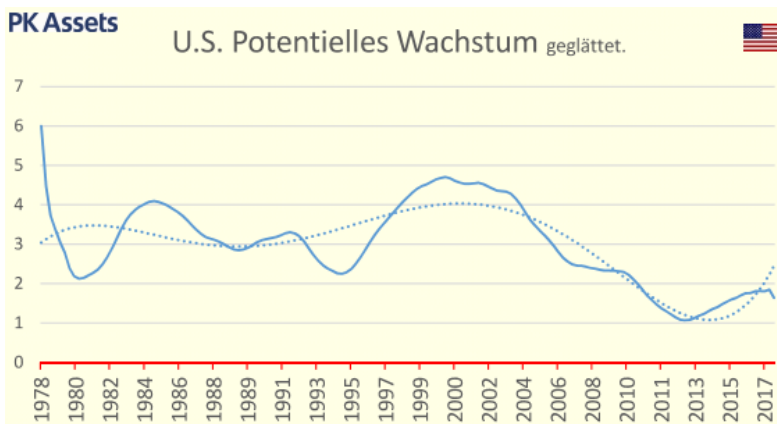
Produktivität
und Arbeits-
bevölkerung
definieren das
**Potential-
Wachstum**



+



=

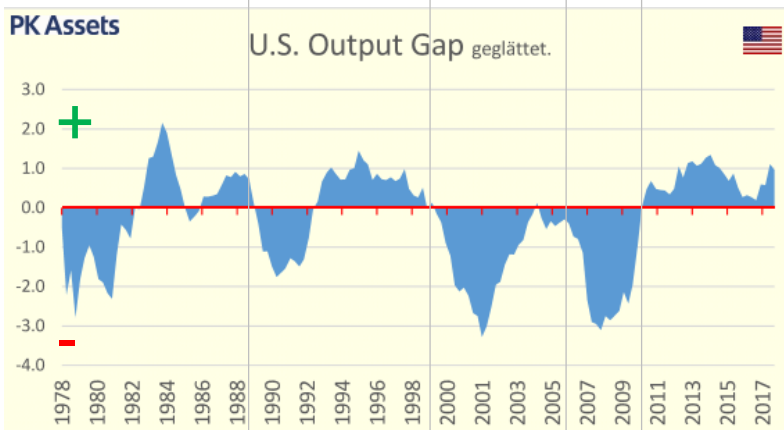
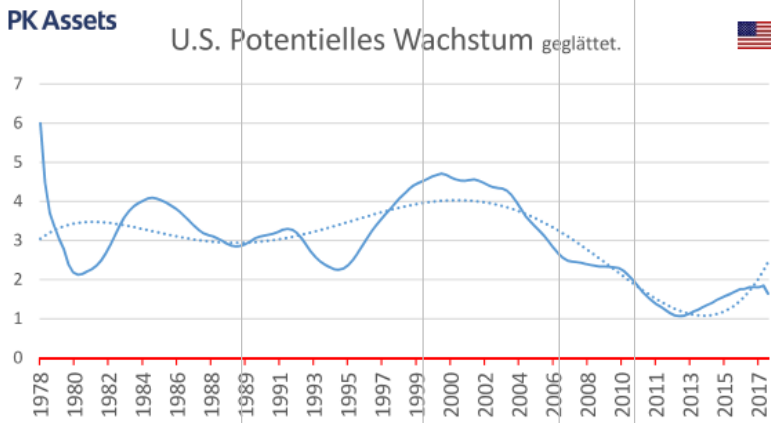
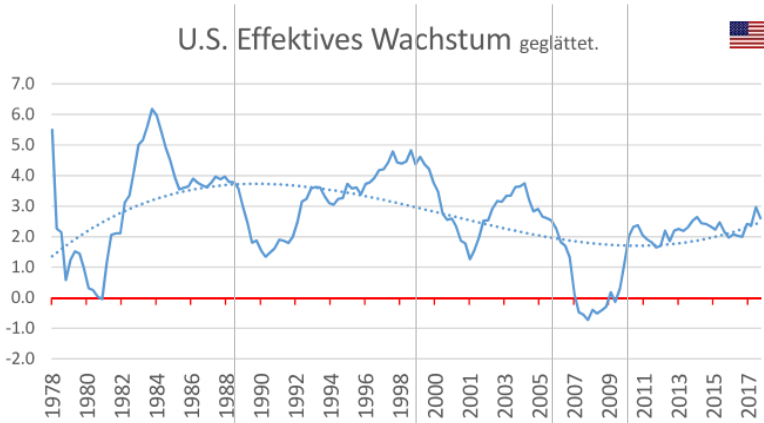


Der Trend des Potentialwachstums beeinflusst einfach alles:

- Es verändert die Beurteilung des aktuellen Wirtschaftswachstum, indem es einen Benchmark liefert: Ist das aktuelle Wirtschaftswachstum hoch ist oder tief?
- Besteht ein positiver oder negativer Output Gap?
- Ist damit die Notenbank stimulierend oder bremsend?
- Ist mit Inflation zu rechnen?
- Werden die Zinsen steigen?
- Sind die Aktien teuer?
- Was bedeutet das für die Währung?

Wie gut ist das aktuelle Wachstum?

3
Potential-
wachstum und
effektives
Wachstum
definieren den
Output Gap



Der Output Gap bringt Klarheit in die Beurteilung des Wachstums

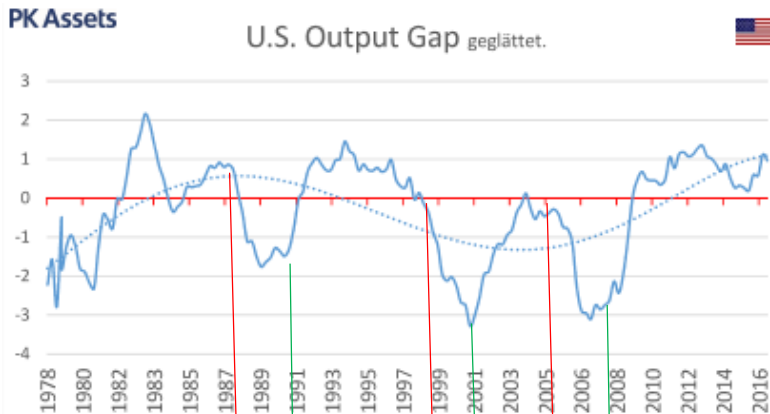
Wir beziehen uns an dieser Stelle an den von uns, PK Assets, ermittelten Output Gap

Man sieht, dass...

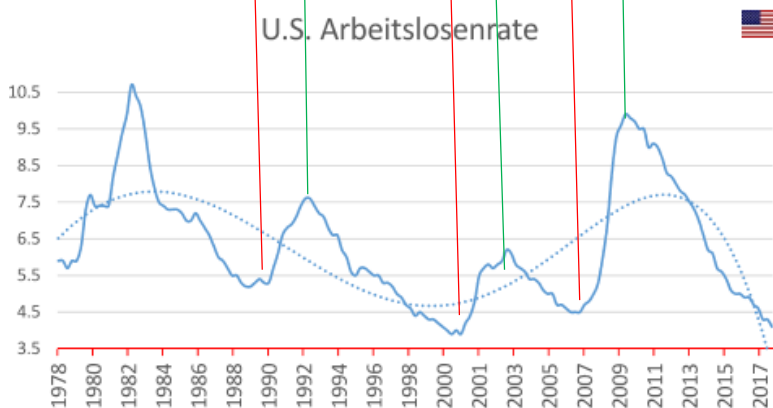
- ...das effektive Wachstum um das potentielle Wachstum fluktuiert
- ...der Output Gap sich jeweils ein paar Jahre über bzw. unter der Null-Linie zu halten scheint, um dann das Vorzeichen zu wechseln
- ...es besondere Verwerfungen gab nach der Asienkrise, der Dot-Com-Krise und der Sub-Prime-Krise

Ist das aktuelle Wachstum, von vielen Beobachtern als mittelmässig angesehen bei genauerer Betrachtung tatsächlich medioker?

Ist das Wachstum gut genug um die Arbeitslosenrate zu reduzieren?



OKUN



4
Output Gap
treibt die
Beschäftigung

Gilt das Okun'sche Gesetz weiterhin?

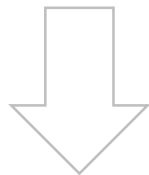
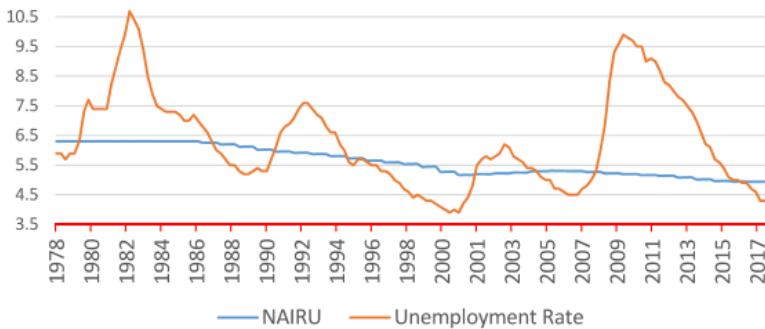
Das okunsche Gesetz (auch Okuns Gesetz) beschreibt die Korrelation zwischen Produktionswachstum und Arbeitslosigkeit in einer Volkswirtschaft, die erstmals von Okun (1928–1980) anhand von Wirtschaftsdaten aus den USA untersucht wurde. Die Hauptaussage des Gesetzes besteht darin, dass ein über eine bestimmte Rate hinausgehendes Wachstum, normales Produktionswachstum oder Beschäftigungsschwelle genannt, mit einem Rückgang der Arbeitslosenquote einhergeht. Ist das Wirtschaftswachstum niedriger als das normale Produktionswachstum, steigt die Arbeitslosenquote.

- Wenn wir jetzt dieses „über eine bestimmte Rate hinausgehende Wachstum“ mit *positiven Output Gap* interpretieren, dann ist das Bild der letzten Jahrzehnte stimmig:
- Die Arbeitslosenrate folgt zuverlässig dem Output Gap
- Es muss allerdings jeweils mit einem **Time Lag** von mehreren Quartalen, ca. 18-24 Monaten gerechnet werden

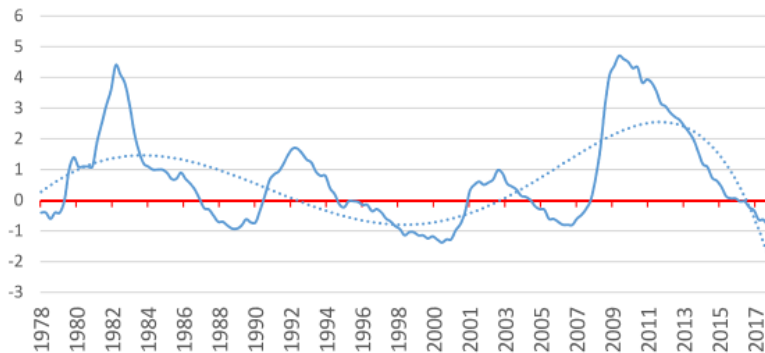
Ist das Wachstum hoch genug um die Kerninflation zu erhöhen?

5
Einbau eines
Benchmarks für
den
Arbeitsmarkt:
NAIRU

U.S. Arbeitslosenrate & NAIRU



Differenz Arbeitslosenrate ./ NAIRU.



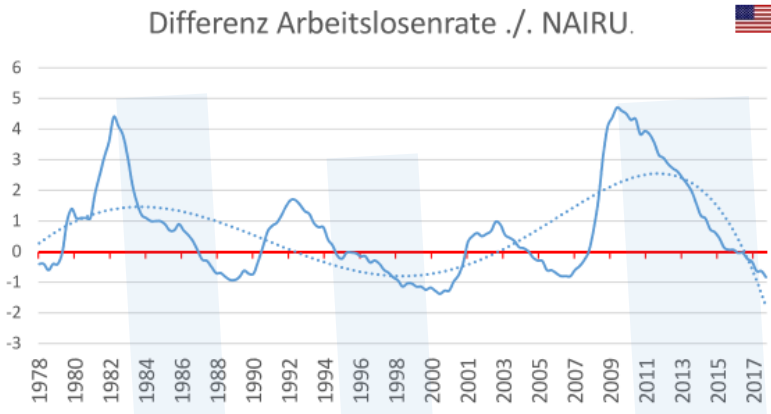
Um den Arbeitsmarkt einzuordnen, vergleicht man die Arbeitslosenrate gegen einen Benchmark

NAIRU ist ein Akronym für Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment (*deutsch*: inflationsstabile Arbeitslosenquote). Gemeint ist damit das **Niveau von Arbeitslosigkeit bei dessen Unterschreitung Inflation entsteht**.

- Die Arbeitslosenrate oszilliert um die NAIRU
- Die NAIRU ist ein Ökonomen-Konstrukt und kann deshalb –wie gewohnt- nicht direkt betrachtet werden, vielmehr wird sie geschätzt, wir verwenden die OECD-Zahlen
- Dieses Verhältnis Arbeitslosenrate/ NAIRU verglichen mit der beobachteten Teuerungsrate ist die Essenz der Philippskurve, gemäss welcher Arbeitsmarkt und Teuerung korreliert sind

Ist das Wachstum hoch genug um die Kerninflation zu erhöhen?

6
Die Beschäftigung treibt die Teuerung

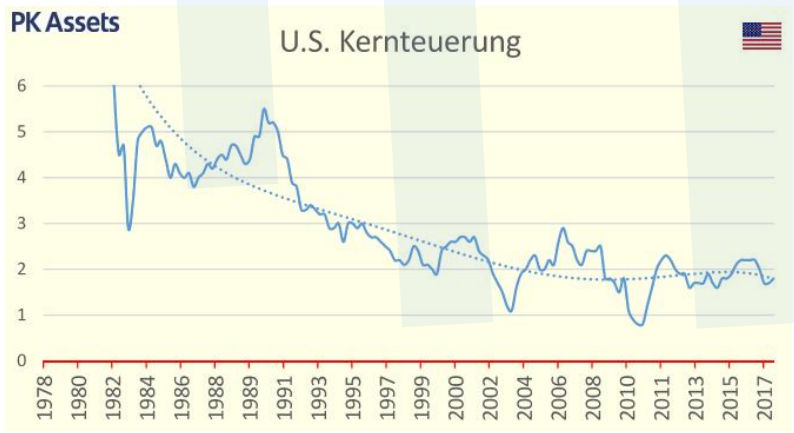


Teuerung ist der Fokuspunkt der Notenbank und des Zinsmarkts aber auch des Aktienmarkt und nicht zuletzt des Währungsmarktes

Die Phillips-Kurve ist eine Graphik, die den Zusammenhang zwischen Lohnänderungen bzw. Preisniveauänderungen auf der einen und der Arbeitslosenquote auf der anderen Seite beschreibt. Die Phillips-Kurve ist mehrfach modifiziert worden, etwa von Samuelson und Solow 1960 zur sogenannten erweiterten Phillips-Kurve. Diese stellt einen Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit und der Veränderung der Inflationsrate her.

- Die U.S. Historie zeigt, dass mit einem gewissen Time Lag der Arbeitsmarkt die Teuerung dirigiert
- Trotzdem verfügt die Teuerung über einen eigenen Trend
- Es wird damit klar, dass weitere wichtige Indikatoren die Wirkungsweise der Philippskurve überlagern

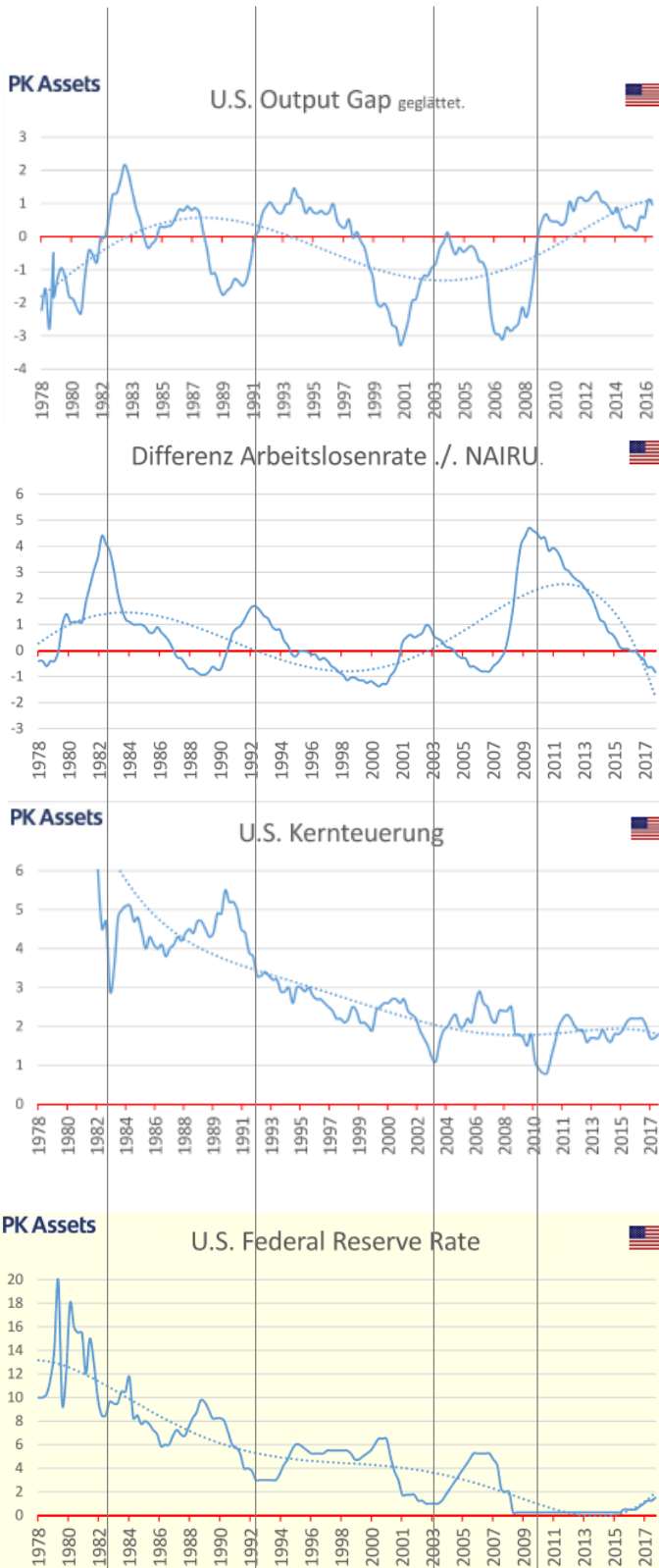
PHILIPS



Das Mandat der U.S. Notenbank verlangt Kaufkraftstabilität und Wirtschaftswachstum

7

Teuerung,
Arbeitsmarkt
und Wachstum
treiben die
Notenbank



Die Notenbank reagiert systematisch auf die Makrodaten

Die Notenbank erhöhte historisch die Zinsen, wenn....

- Der Output Gap sich verbesserte
- Die Arbeitslosenrate unter die NAIURU fiel
- Die Kernteuerung anzusteigen drohte

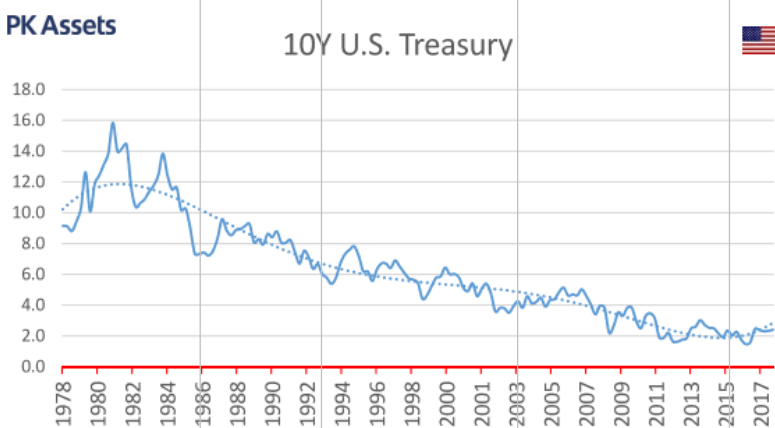
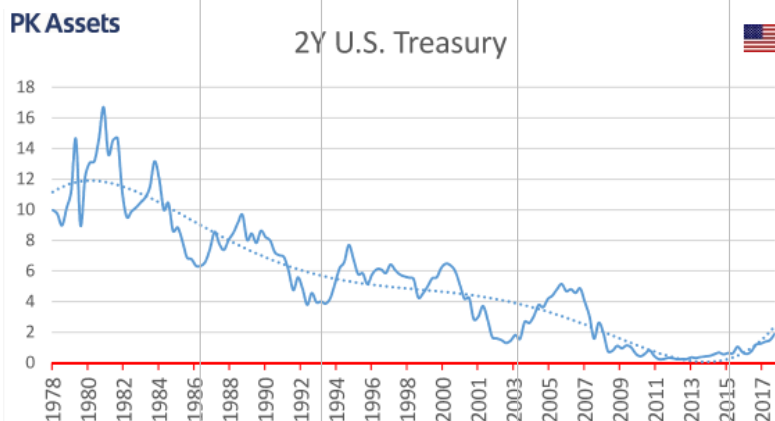
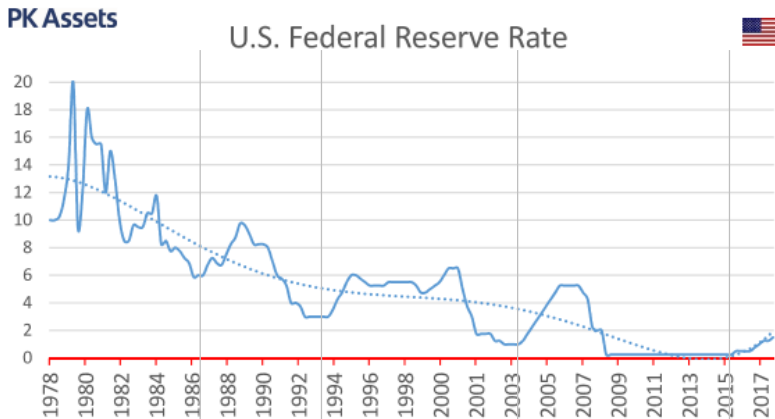
Die Notenbank hat dabei ein massives Makrodaten-Problem

- Die Reaktionsfunktion ist der Teuerung vorgelagert, mit einigem Time Lag:
- Die Teuerung folgt der Konjunktur mit ca. 1.5-2 Jahren Verzögerung

Die Zinsmärkte verarbeiten ihre eigenen Konjunktur- und Inflationserwartungen mit der Politik & Guidance der Notenbank

8

Der Leitzins der Notenbank ist der Anker der Kapitalmarkt-Zinsen

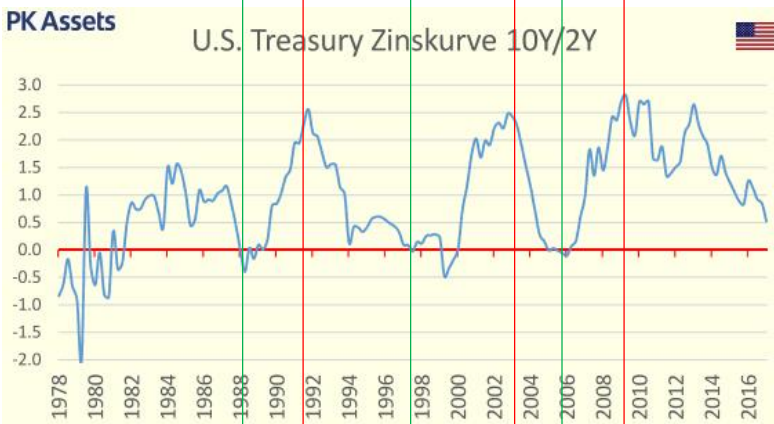
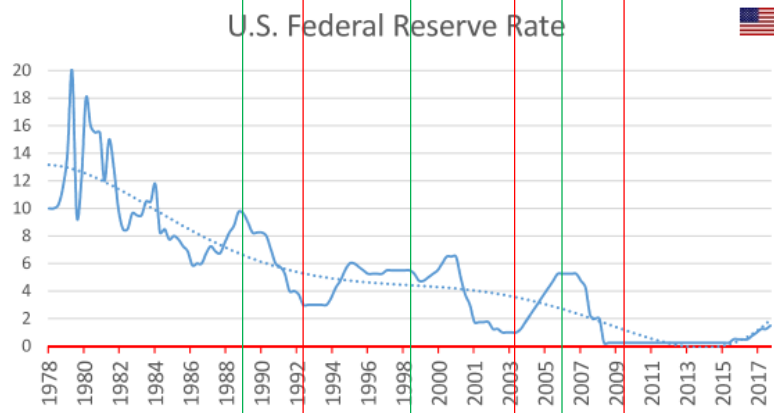
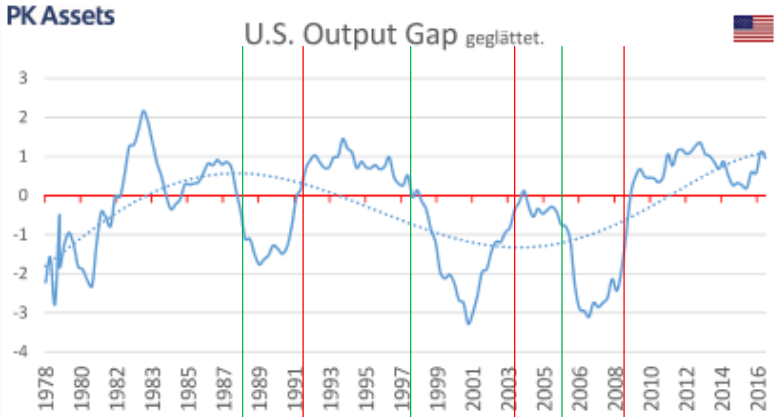


Die Notenbank zementiert die kurzen Zinsen, bewegt aber auch die längeren Zinsen

- Was zunächst auffällt ist der säkulare Abstieg der Kapitalmarkt-zinsen
- Dann auffällig: Die massive Kongruenz der Kurzfristzinsen mit den Leitzinsen
- Dann ebenfalls auffällig, die deutlich geringere Volatilität der Langfristzinsen verglichen mit den Kurzfristzinsen
- Die Langfristzinsen machen die Bewegungen der Leitzinsen mit, mit geringerer Amplitude und unterschiedlicher Steilheit der Bewegungen

Die Zinsmärkte verarbeiten ihre eigenen Konjunktur- und Inflationserwartungen mit der Politik & Guidance der Notenbank

9
Die «Weisheit»
des
Bondmarktes
liegt in der
Zinskurve



BULL STEEPENING
BEAR FLATTENING
BULL STEEPENING
BEAR FLATTENING
BULL STEEPENING
BEAR FLATTENING

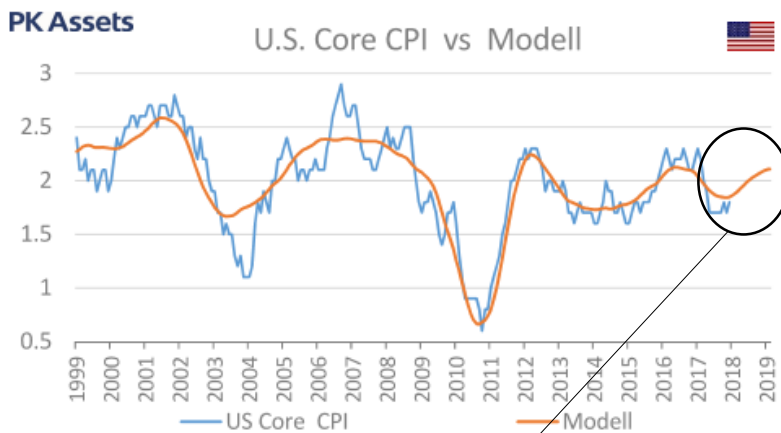
Die Zinskurve reagiert systematisch auf den Boom/Bust-Zyklus

- Wenn die Wirtschaft bremst, der Output Gap negativ wird, die Notenbank die Zinsen senkt, dann fallen die kurzen Zinsen deutlicher als die langen Zinsen: **Bull Steepening**
- Wenn sich die Wirtschaft erholt, der Output Gap positiv wird, dann bereitet sich die Notenbank auf Zinserhöhungen vor und die kurzen Zinsen steigen deutlicher als die langen Zinsen: **Bear Flattening**
- Bullmärkte sind stets Steepeners, Bärmärkte stets Flatteners
- Erstaunlicherweise endet die Versteilerung bei jeweils 2.5-2.8% und das Flattening der Zinskurve bei jeweils ca. -0.5%

Sind die Zinsen zu hoch oder zu tief? Um das zu beantworten müssen wir die Nominalzinsen aufspalten in **Kerninflation** und Realzinsen

10

Zinsen bestehen aus zwei komplett unterschiedlichen Teilen
1) Kerninflation

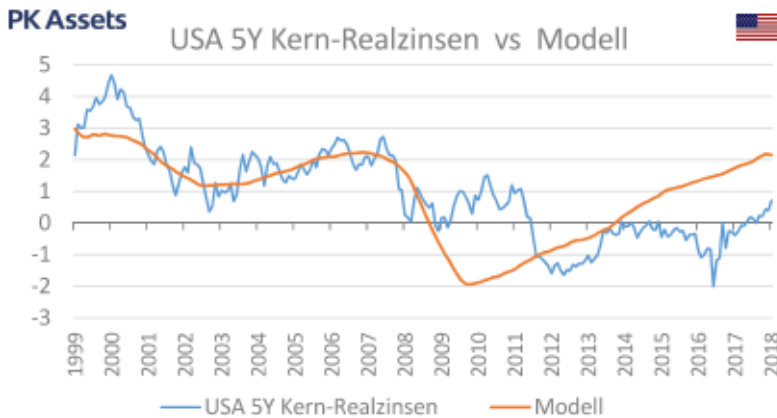


Unser Modell prognostiziert die Kernteuerung auf ca. 18 Monate Horizont mit den Bausteinen Output Gap, Importpreise, Philipskurve, Geldmenge, Sentiment etc

Kerninflation ist ein **Nachfolgefaktor**, d.h. die heutige Kerninflation ist das Resultat der Konjunktur von vor 2 Jahren

- Weil sie ein Laggard ist, **kann** die Kerninflation **prognostiziert** werden
- Die erwähnten Bausteine Output Gap und Arbeitsmarkt kommen in unserem Prognose-Modell zum Zug
- Daneben sind aber weitere Bausteine wichtig: Sparrate der Konsumenten, Commodities, Financial Conditions, Importpreise, Konsum, Geldmengenwachstum und Sentiment

Sind die Zinsen zu hoch oder zu tief? Um das zu beantworten müssen wir die Nominalzinsen aufspalten in Kerninflation und **Realzinsen**



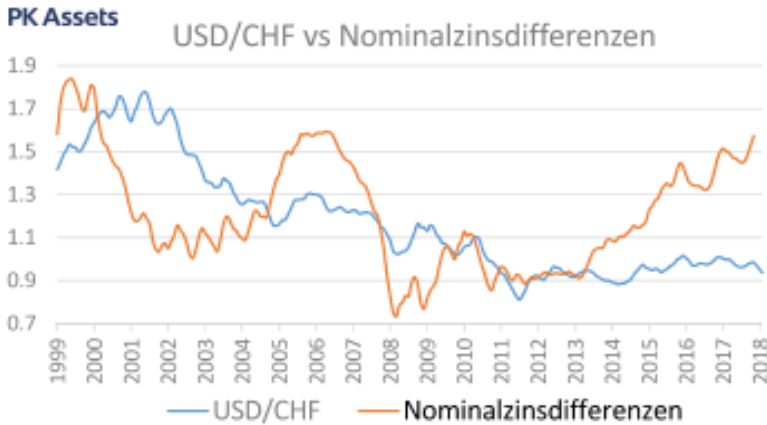
10
Zinsen bestehen aus zwei komplett unterschiedlichen Teilen
2) Realzinsen

Realzins ist ein **Koinzidenzfaktor**, d.h. er verändert sich sofort mit der aktuellen Konjunktur

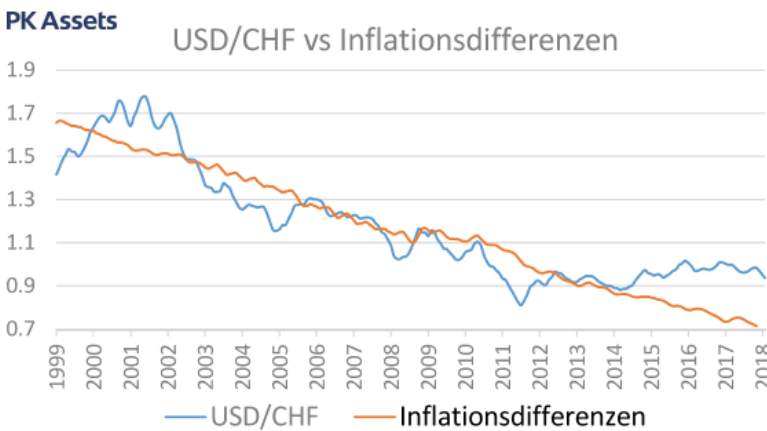
- Deshalb kann der Realzins **nicht prognostiziert** werden
- Wir können nicht prognostizieren ob die Realzinsen fallen oder steigen
- Aber wir können **bewerten**, ob die Realzinsen **aktuell** zu hoch oder zu teuer sind
- Wichtige Bausteine in unserem Bewertungsmodell sind der Arbeitsmarkt, der Output Gap und die Ressourcenauslastung

Die Währungsmärkte schauen auf die relativen Realzinsen und Inflationsraten

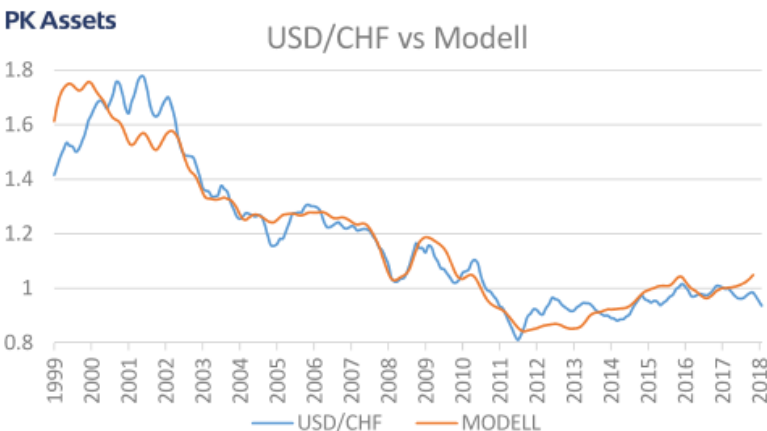
11
Beide Zinsteile treiben die Währung



+



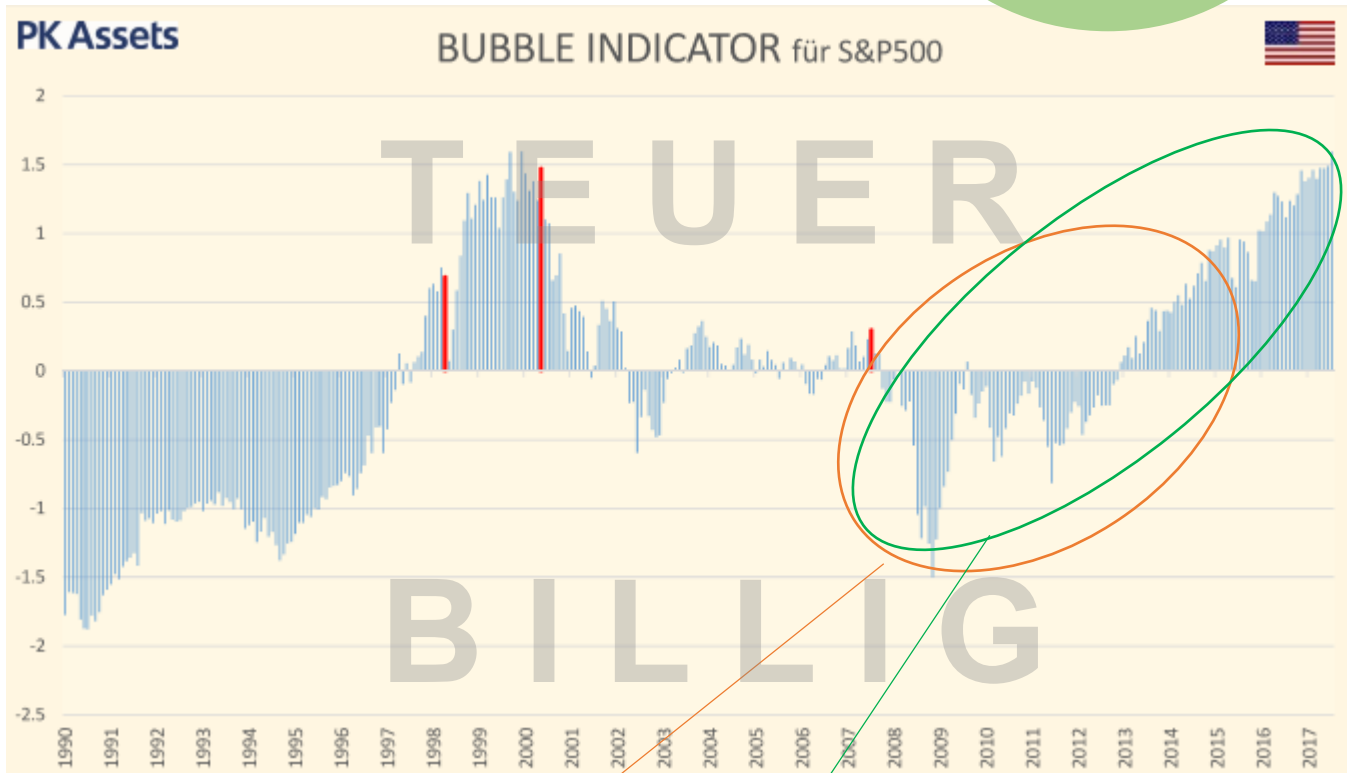
=



Je höher der Realzins, desto besser, je höher die Inflation desto schlechter für den Aussenwert der Währung

- Die USA verfügen über einen steigenden Zinsvorteil gegenüber dem CHF
- Die USA verfügen über eine chronisch höhere Teuerung als die CH, weshalb permanent Abwärtsdruck von dieser Seite wirkt
- Per Saldo ergibt sich ein stimmiges Modell, das einiges an Korrelation aufweist

12
Zinsen treiben
die Aktien-
bewertungen



Quantitative Easing FED

Quantitative Easing FED + EZB + BOE

Billiges Geld lässt die Bewertung der U.S.-Aktien explodieren

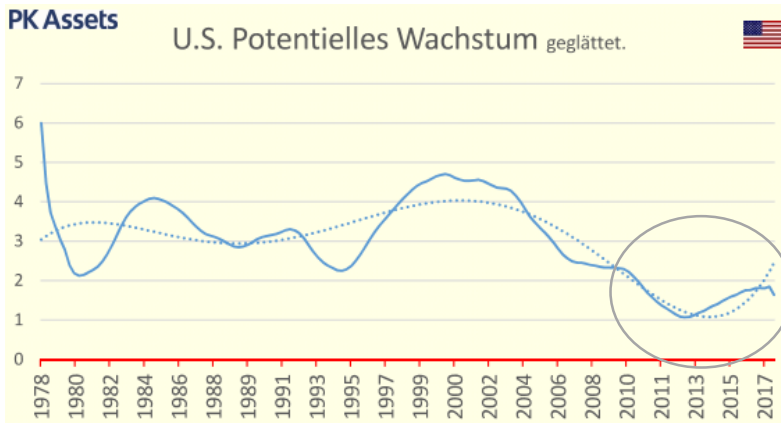
- Unser Bubble Indikator vergleicht die Aktienpreise zu Gewinn, Dividenden, U.S. BIP, Umsätze, Schulden, Leverage, Buchwerte, F+E, Capex und Geldmengen
- Glaubt man diesem Indikator, dann wurde aus einem billigen Aktienmarkt 2009 ein super teurer Aktienmarkt mit einer Bewertung, die aktuell so hoch ist wie während der Dot Com Bubble

Wie sieht's aus?

Beurteilung des globalen Leitmarkts **USA**

Gibt es einen Benchmark für Wachstum?

Produktivitäts- Wachstum & Potential- Wachstum



Ein riesiges Problem, wir glauben: Das Kardinalsproblem der USA

Wird die Digitalisierung der Wirtschaft eine Trendumkehr bringen?

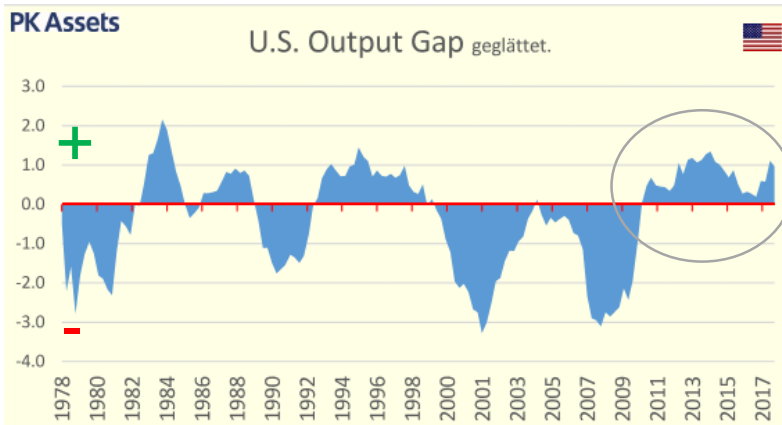
- Mit so einem tiefen Produktivitätsfortschritt kann langfristig ein auf Wachstum gestyltes Wirtschaftssystem nicht funktionieren!
- Ein für Beschäftigungszuwachs notwendiger positiver Output Gap ist nur über massive Stimulierung der Notenbank zu schaffen
- In der Baisse wird Geldpolitik wegen der schnell erreichten Liquiditätsfalle wirkungslos
- Nur eine asoziale Geld- und Fiskalpolitik hält den Karren am laufen

Mögliche Gründe:

- Demographie
- Deindustrialisierung
- Finanzialisierung der Unternehmensführung
- Hysterese durch Crashes
- Schuldenwirtschaft
- Notenbank-Exzesse: Siehe www.pkassets.ch / Marktanalysen / Fixed Income: Die Grosse Wette: Ein Stück in 10 Akten

Wie gut ist das aktuelle Wachstum?

Potential- Wachstum & Output Gap

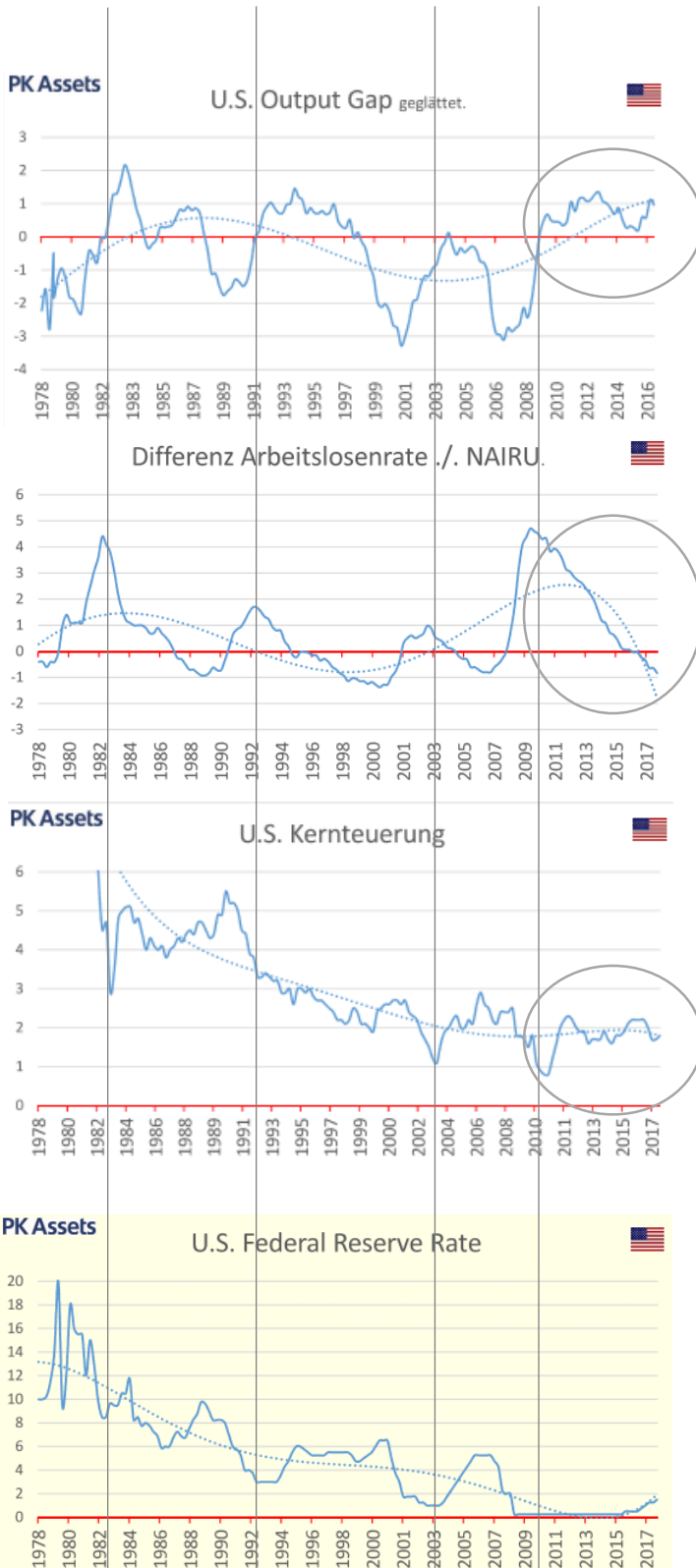


Die Geldpolitik der USA wirkt: Positiver Output Gap!

Wir beziehen uns an dieser Stelle an das von PK Assets ermittelte Potentialwachstum

- Seit 2010 ist in den USA das effektive Wachstum höher als das Potentialwachstum
- D.h. seit 2010 sehen wir einen positiven Output Gap
- Und zwar einen Output Gap der so hoch ist wie in den 90er Jahren
- Wir sehen auch, dass die Abstürze nach der Dot Com- und der Subprime-Krise in der Amplitude tiefe Einschnitte waren
- In der Zeit zwischen Dot Com- und SubPrime-Krise hatte die Wirtschaft nicht die Kraft, über Potential zu wachsen: Damals reduzierte das Fed die Zinsen nur auf 1%, um sie anschliessend wieder zu erhöhen
- Leben wir in einem Zeitalter indem es die Brechstange braucht, um einen positiven Output Gap zu kreieren?

Output Gap, Teuerung & Federal Reserve

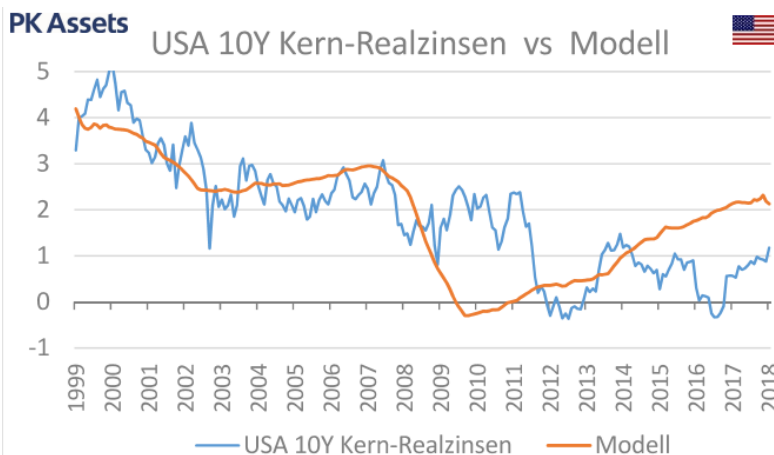
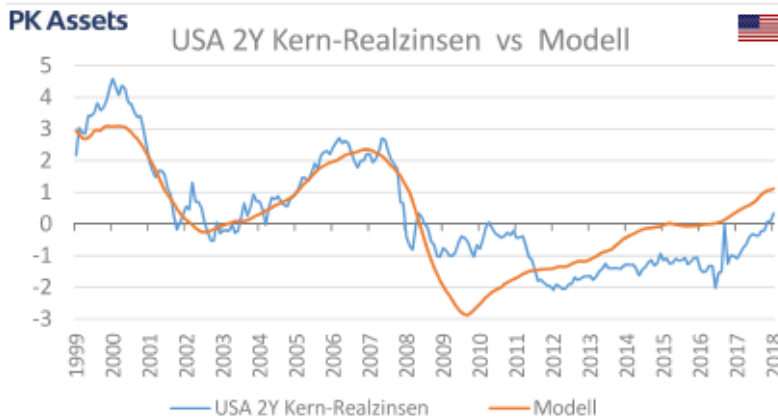
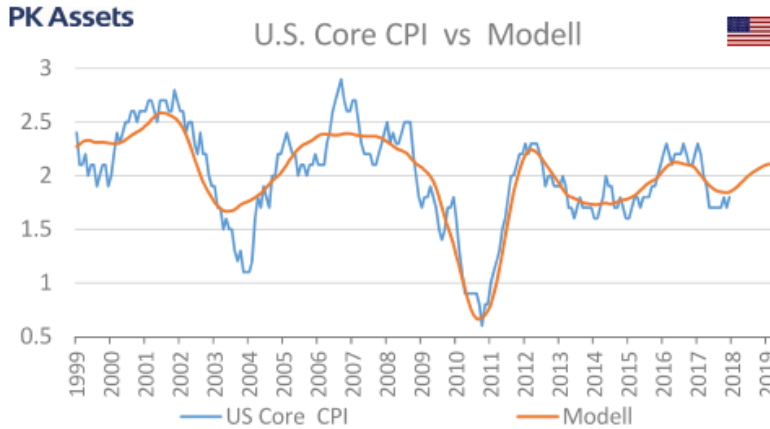


Ampel auf grün für Zinserhöhungen

- Der Output Gap ist positiv, das dürfte sich wegen der Steuersenkung nicht ändern
- Das aktuelle Wachstum in den USA scheint damit weiterhin stark genug zu sein, um die Arbeitslosenrate zu drücken
- Aktuell scheint die NAIUR wieder deutlich unterschritten geworden zu sein
- Typisch für den Zyklus wäre ein weiteres tieferes Niveau unterhalb der NAIUR, befeuert durch die Steuerreduktion in den USA
- Die Teuerung folgt der Konjunktur mit ca. 1.5-2 Jahren Verzögerung
- Die Deflationssorgen sind komplett aus dem System gedrückt worden
- Wir gehen davon aus, dass die Kernteuerung das Ziel von 2% bald wieder erreicht

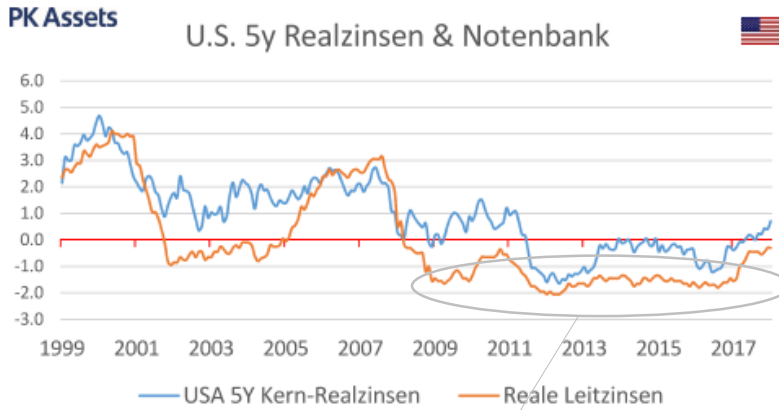
Sind die Zinsen zu hoch oder zu tief?

Kerninflation & Realzinsen



Bondmarkt zu teuer

- Gemäss unserem Modell dürfte die Kernteuerung dieses Jahr wieder die Zielgrösse von 2% erreichen und zu überschreiten
- Gleichzeitig sind die gemäss unseren Modellen fundamental gerechtfertigten Realzinsen deutlich zu tief, sowohl die kurzen wie auch die langen Realzinsen
- Beide Aspekte machen den Bondmarkt teuer
- Speziell die längeren Bonds sehen teuer aus, da hier wegen der höheren Duration bei einer Parallelverschiebung massiv höhere Kapitalverluste zu veranschlagen wären als bei den kurzen Bonds



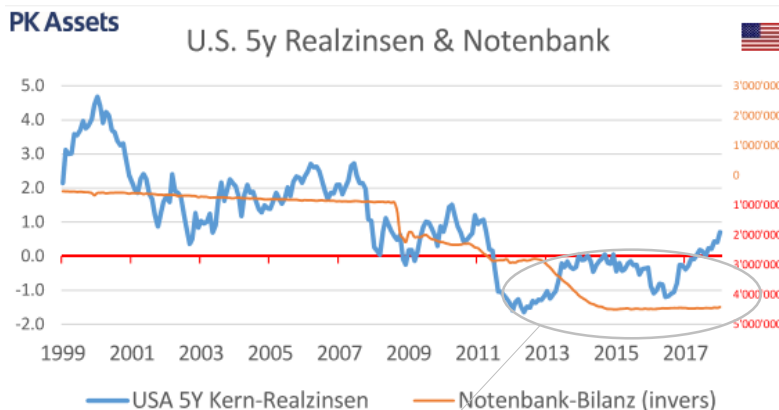
Mit realen Leitzinsen von tief unter Null verankert die Notenbank die realen Kapitalmarktzinsen auf ultra-tiefem Niveau

Wie konnte der Bondmarkt so teuer werden?

Wir illustrieren den Sachverhalt mit dem 5jahres U.S. Treasury:

Mit **zu tiefen Leitzinsen** hat das Fed die Kapitalmarkt-Zinsen auf **sehr tiefem Niveau verankert**

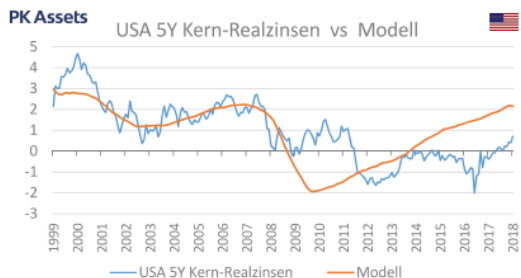
- Je kürzer die Laufzeit eines Treasury Bonds desto wichtiger die Verankerung durch die Leitzinsen
- Über kürzere Laufzeiten hat das Fed fast komplette Kontrolle über die Zinsen



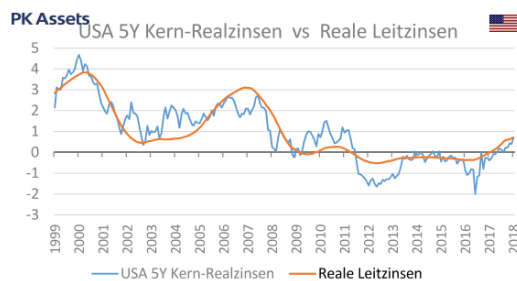
Mit präzedenzlosen Wertpapierkäufen zwingt die Notenbank die gesamte Zinskurve, auch die längeren Zinsen in die Knie, damit wird zusätzlich zu den zu tiefen Leitzinsen massiver Druck auf die Realzinsen wirksam

Mit **Quantitative Easing** –dem massenhaften Aufkauf von Anleihen- wurde (und wird) massiver Druck auf die gesamte Zinskurve ausgeübt

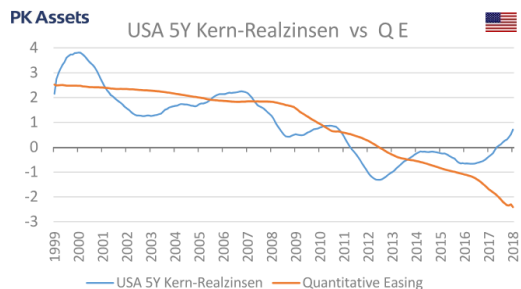
- Dort, wo die Leitzinsen des Fed weniger Verankerung-Wirkung ausüben - in den längeren Laufzeitsegmenten - wurde mit massiven Wertpapier-Käufen Abwärtsdruck auf die Zinsen ausgeübt



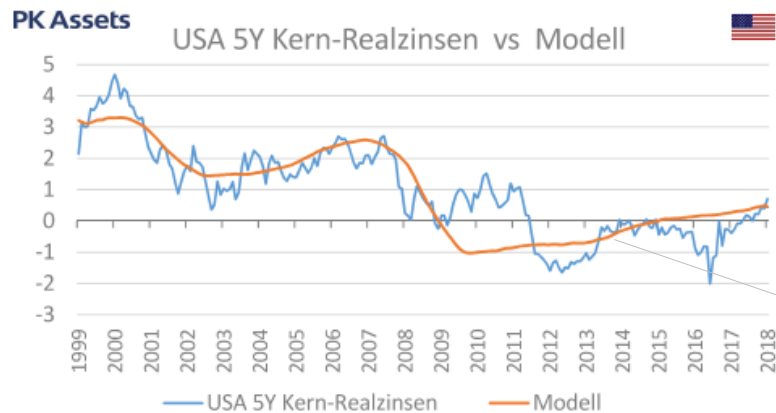
+



+



=



Fundamental gerechtfertigte Zinsen + Manipulation = Effektive Zinsen

- Wenn wir zu den fundamental gerechtfertigten Zinsen den dämpfenden Effekt der (zu tiefen) Leitzinsen hinzurechnen plus den Effekt der künstlichen Angebotsverknappung durch QE, dann kommen wir –siehe unten- zu einem stimmigen Resultat von Realzinsen knapp über Null
- Den QE-Stimulus modellieren wir durch die **kombinierte Bilanz des FED, der EZB und der BOJ**
- Das Kartenhaus steht und fällt mit tiefer Inflation
- Überschießt die Inflation, dann muss die Notenbank die Zinsen deutlicher erhöhen
- Gift für die Bond-Bewertungen

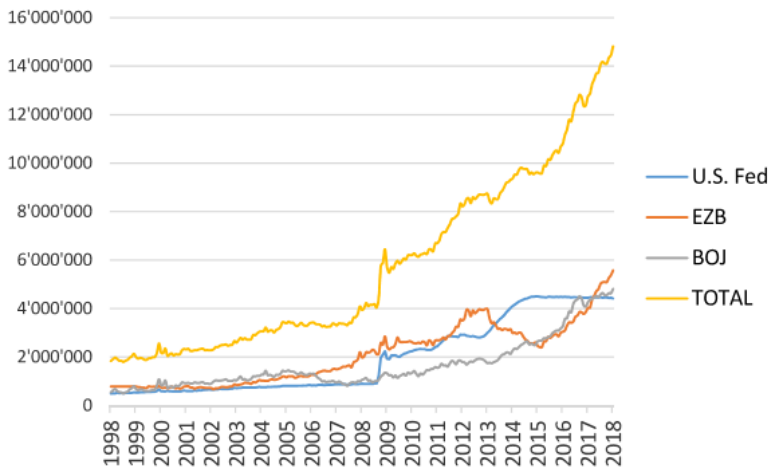
Baut man die Notenbank ein in ein fundamentales Modell der Leitzinsen ergibt sich ein stimmiges Bild von einem massiv manipulierten Kapitalmarkt

Jemand hat den Preis für Geld manipuliert

Das grösste
Finanz-
Experiment ist
immer noch am
laufen

«Stimulus is
fungible»

Notenbank-Bilanzen
in mio USD



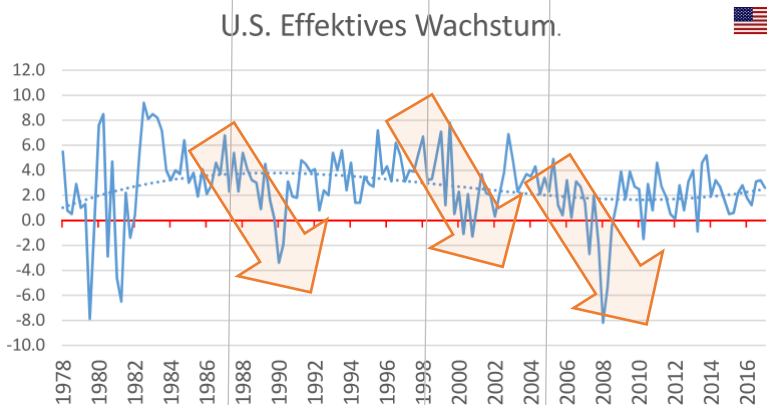
Den internationalen
Bondmärkten ist es egal,
woher die Liquidität kommt

- Wohl hat die USA die Bilanz-Ausweitung gestoppt...
- ...aber die EZB und die BOJ sind weiterhin fleissig am Geld drucken
- In Dollar gerechnet haben sowohl die BOJ wie auch die EZB das massive U.S.-Programm bereits überschritten
- Das kumulative Gelddrucken ist keinesfalls in der «Tapering» – Phase sondern weiterhin in der **exponentiellen Ausweitung**phase

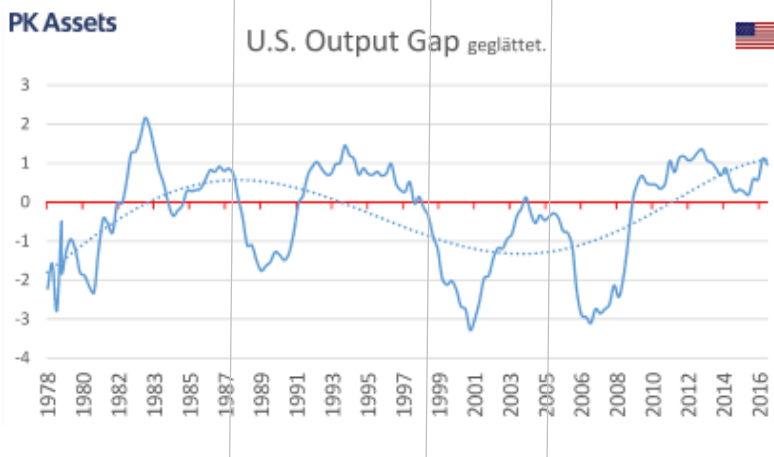


Zeigt die Verflachung der Zinskurve eine Rezession an?

- Die Konjunktur kann nicht prognostiziert werden
- Die einzigen sinnvollen aber nicht hinreichenden Vorlauffaktoren sind der Immobilienmarkt und die Zinskurve
- Invertiert die Zinskurve, dann rechnet man im Bondmarkt mit einer Rezession, allerdings mit einiger Verzögerung



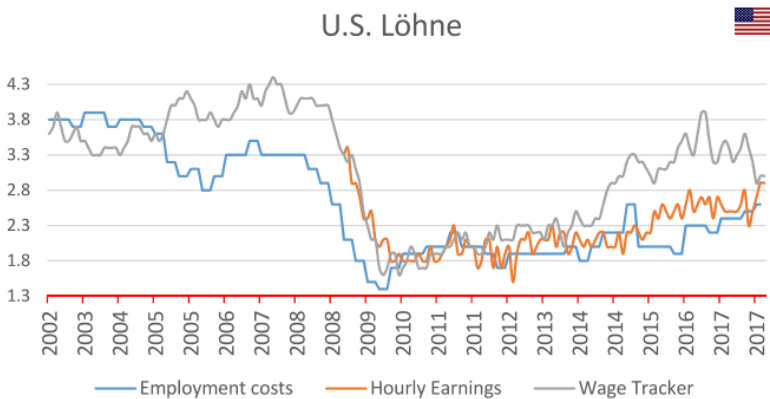
Wir glauben nicht an eine Rezession in den nächsten 18 Monaten:



- Die Zinskurve ist (noch) nicht invers
- Die Zinskurve ist durch die Notenbank manipuliert: Gemäss unseren Modellen ist der 10Y Treasury etwas stärker nach unten verzerrt als der 2Y Treasury
- Die Steuerreduktion dürfte zusätzlich für Dynamik sorgen

Der perfekte Sturm?

Was passiert, wenn die Leitzinsen rauf gehen, durch Quantitative Tightening das Angebot an Bonds erhöht wird und gleichzeitig die Inflation steigt?



«Data dependent»

Das Fed hat sich gewunden wie es nur konnte

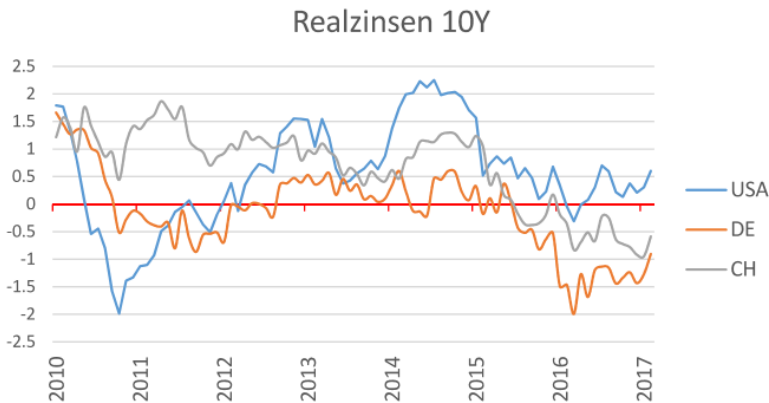
Wir wissen es noch nicht, aber es könnte sein, dass das Fed sich gewaltig verspekuliert hat

- Zuerst wollte die Notenbank auf eine tiefere Arbeitslosenrate warten um die Zinsen zu normalisieren
- Dann verschob sie die Normalisierung um auf 2% Inflation zu warten
- Dann verschob sie die Normalisierung um auf **höhere Löhne** zu warten
- Das Problem: Löhne sind ein Nachfolgeindikator der Kernteuerung, und damit noch ungeeigneter als Barometer als die Kernteuerung
- Wenn Lohndruck kommt, ist es dann schon zu spät?
- Ist das Fed bald «behind the curve»?
- Wenn ja, dann dürfte die Reaktion der Notenbank gegen Inflation deutlicher ausfallen als bei einer früheren Normalisierung
- Der Bondmarkt ist denn auch zunehmend nervös

Wetten gegen den US Treasury waren in den letzten 30 Jahren ein Widow Maker

Die gute Nachricht für die Zinsmärkte:

Der U.S. Treasury ist im Quervergleich attraktiv!



Im Falle eines Aktien-Crashes oder einer Rezessions-Überraschung dürfte er wie ein Magnet wirken

- Wenn man die relativen Realzinsen anschaut, dann ist der US-Markt von extrem teuer zu extrem billigen Markt geworden
- Zudem ist er der liquideste Markt der Welt
- Crasher die Aktien, oder rechnet man mit einer heftigeren Normalisierung der Notenbanken oder geschieht ein exogener Unfall, dann dürfte der U.S. Treasury wie ein Magnet wirken....
- ...und trotz seiner objektiven Überteuering prächtig performen

Taktik: Wir glauben die Zinsen steigen noch etwas weiter

Bis zur Verabschiedung der Steuerreduktion war der Bondmarkt in einem **Gleichgewicht**

• Gründe für höhere Zinsen

- Das Tapering der Wertpapierbestände sorgt strukturell für höhere Zinsen
- Die Realzinsen sind zu tief
- Positiver Output Gap
- Zeitprämie im Treasury-Markt weiterhin signifikant negativ
- Deflationsängste aus dem System: Inflationserwartungen steigen
- Die Kerninflation dürfte wieder über 2% steigen
- Solider Arbeitsmarkt: Weiteres Unterschneiden der NAIRU möglich/wahrscheinlich
- Steigende Gewinne im Unternehmenssektor
- «Sobald die EZB und die BOJ ein Tapering machen, beschleunigen sich die Zinsenerhöhungen»
- Negative Kollateralschäden von zu tiefen Zinsen

• Gründe für tiefere Zinsen

- «Höhere Zinsen sind der Marktkonsens, zu viele sind short Duration»
- «Die Produktivität ist zu tief, das Tapering wird schnell das Wirtschaftswachstum abtöten»
- «Die Notenbank wird das Tapering beenden, sobald Stress auftaucht»
- «Die Notenbank wird Zinserhöhungen beenden und auf QE umschalten, sobald die Konjunktur dreht»
- Der Zyklus der Expansion der Wirtschaft ist weit gediehen
- Die Zinskurve zeigt einen wirtschaftlichen Abschwung an
- Kein Fortschritt im Thema Löhne: «Die Philipskurve funktioniert nicht mehr»
- «Die ultratiefe Sparrate ist nicht nachhaltig»
- Die Arbeitsmarktstatistiken sind falsch, der Slack ist viel höher
- Demographie: «Der Abwärtstrend bleibt ungebrochen wegen der stetig tieferen Partizipationsrate»
- Die verglichen zu anderen Märkten hohen und hochliquiden Treasury-Zinsen wirken beim geringsten Risk-Off als Magnet
- «Die Aktien sind zu hoch bewertet, ein Crash jederzeit möglich»
- «Die High Yield Bonds sind zu hoch bewertet, ein Crash jederzeit möglich»

Wir glauben, die Steuerreduktion hat die Balance zugunsten höheren Zinsen verändert

- Die Steuerreduktion dürfte für zusätzliche Fiskaldefizite sorgen
- Diese werden über zusätzliche Bondemissionen finanziert
- Die Zinskurve hat das Flattening zuletzt nicht durchgezogen
- Erste Anzeichen, dass das Lohnwachstum anzieht
- Inflationserwartungen steigen weiter
- Die Wahrscheinlichkeit eines sehr schmerzhaften «Perfekten Sturms» ist gleich hoch wie die eines Risk-Off-Crashes

Strategie: Was wenn der Zyklus wieder abwärts dreht?

3 Megatrends sind am wirken

1. Die Notenbanken sind gefangen in einem **Politik-Exzess**, die Schumpetersche kreative Zerstörung ist teilweise ausser Gefecht gesetzt
siehe auch www.pkassets.ch / Marktanalysen / Fixed Income: Die Grosse Wette: Ein Stück in 10 Akten
2. Seit 1971, den Ende von Bretton Woods wurde auf Fiat-Geld umgestellt, damit einher gehend eine Explosion von **Schulden**
3. Die Folge: Das Wachstum der **Produktivität** ist in auf einem Niveau angekommen, bei dem der Erhalt des Status oder eine Verbesserung der Wohlfahrt nur noch über massivste Stimulation der Notenbanken zu erreichen sind, auf Kosten künftiger Generationen

Die Wirkung: Flacheres Wachstum, flachere Inflation, flachere Zinsen

- Die Zinszyklen sind flacher...
- ..und auf einem tieferen Niveau
- Das Konzept des positiven/negativen Output Gap funktioniert noch...
- ...aber auf einem tieferen Niveau

Die USA sind aktuell in einer Beschleunigungsphase, aber die Amplitude ist klein geworden

- Der Markt geht von einer Terminal Rate der Leitzinsen aus von 3% beim aktuellen Zinszyklus, wesentlich tiefer als in früheren Zinszyklen

Nichts ist gratis: Tiefere Produktivitätsfortschritte bringen massive Kollateralschäden

- Wenn das System näher ist bei Nullzinsen, dann wird auch die Geldpolitik in einem Abschwung schneller unwirksam
- Konventionelle Notenbankpolitik kommt somit schnell an den Anschlag
- Die Wahrung des Wohlstands ist nur durch immer mehr Stimulation von Geld- und Fiskalpolitik möglich: Mehr Schulden, mehr Dirigismus

Die Leute spüren, dass etwas falsch läuft

- Die weltweit Politik des Keynesianismus wird von Notenbankern ohne demokratische Legitimation koordiniert; es gibt auch bei etablierten Parteien/im Mainstream keine Lobby für gesunde Finanzen
- Die Zentralbanken haben seit Greenspan die Tailrisiken massiv erhöht und die Tiefe der Krisen, die sie bekämpfen erst möglich gemacht
- Der Sparer bezahlt die Finanzrepression, der Schuldner profitiert
- Obwohl die Vorteile der Globalisierung offenkundig sind, muss man schon sehr intellektuell sein, um den prekären Nutzwert dieser global koordinierten Politik auszublenzen

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