

Fixed Income 4/2022: «From Plague to War»

Lagarde Pivot Behind the Curve *Energiekrise* **Strike**

Preis des Powell Put Zinswende

Lebensmittelkrise *Tightening Scares* Yield
Curve Flattening Peak Covid Peak Liquidity Zoltan Pozsar

Inverse Zinskurve **Quantitative Tightening**

Greenflation *Selbstsanktionen* **7.9%** 70er Jahre

Stagflation **Strong Dollar** Lohn/Preis-Spirale

Krieg **Weaponize FX Reserves**

De-Anchoring *Deglobalisierung* Inside Money

Outside Money **The End of Easy Money**

Schubumkehr

Kapitulation des Fed März 2022: Historische Schubumkehr beim Fed

Im Q1 2022 streckt das Fed die Waffen, ein ungewöhnlich drastischer Pivot zu einem einzigen Fokus: Inflationsbekämpfung. Geradezu ein Paradigmawechsel:

„At its March meeting, the FOMC made yet another pivot in a more hawkish direction. Three of the messages struck us in particular. Chair Jerome Powell **acknowledged that the Fed is behind the curve** by highlighting the need to “restore” price stability while admitting that, with the information available today, the central bank would have made different choices in the past. This view was supported by painting a picture of a strong economy in a good position to withstand policy tightening on the back of a labour market whose tightness was described as “unhealthy”. The Fed further **distanced itself from the story of transitory inflation**, highlighting that elevated inflation reflected “broader price pressures” on top of Covid related supply constraints and higher energy prices.“

BNP Paribas 3/2022

“Wednesday was when the Fed gave up on being the inverse Paul Volcker, determined to push up inflation whatever the price, and instead embarked on a course that sounded much more like being the former chairman himself. **It raised the fed funds rate for the first time in four years.** (...) Only three months ago, no FOMC member thought that rates could go beyond 2.25% by the end of next year. Now, almost all of them think that rates will go at least that far, and a couple believe rates will go as high as 3.75%. It's **arguably the biggest shift from one meeting to the next in the decade** that the Fed has been publishing dot plots. In addition to giving up on “lower for longer” rates, the Fed also seems to be **capitulating on its forecasts for inflation to come under control** relatively swiftly.”

John Authers 3/2022

“The Federal Reserve raised interest rates for the first time since 2018 and outlined a plan to hike six more times this year, sparking recession fears. Even so, it doesn't expect inflation to decelerate toward 2% for at least a couple of years.

Bloomberg 3/2022

Und es ist entschieden: Quantitative Tightening kommt definitiv!

“Die monatlichen **Anleihenkäufe** der US-Notenbank werden erwartungsgemäss **bis Anfang März vollständig beendet**. Den Entscheid dazu hat der Fed-Vorstand einstimmig gefällt. Dem Statement ist ein Zusatz mit den Grundprinzipien zum Abbau der Fed-Bilanz angehängt. Demnach bereitet sich die Notenbank darauf vor, ihr 8,3 Bio. \$ umfassendes Portfolio an Staatsanleihen und verbrieften Hypotheken **sukzessive abzubauen**. Ein Zeitpunkt zum Beginn des Bilanzabbaus wird nicht genannt. Der Prozess soll aber **nach der ersten Zinserhöhung** beginnen, auf gut vorhersehbare Weise ablaufen, wobei das geschrumpfte Wertschriftenportfolio schliesslich primär aus US-Staatsanleihen bestehen soll..”

The Market 1/2022

Zinskurvenkontrolle, noch ein heiss diskutiertes Thema in den vorhergehenden Quartalen, ist völlig vom Tisch, wie weggewischt vom Sturm in den Bondmärkten:

“**Zinskurvenkontrolle funktioniert in einem inflationären Umfeld nicht:** Notenbanken, die die Kapitalmarktrenditen auf einem vorgegebenem niedrigen Niveau halten wollen, müssen bereit ein, Anleihen prinzipiell in unbestimmter Menge aufzukaufen und damit das Volumen der Zentralbankgeldmenge weiter auszuweiten. Die Geldmenge wird bei einer so ausgerichteten Notenbankpolitik zu einer endogenen Variable, die die Notenbank nicht direkt steuern kann. Da die Geldmenge langfristig ein wichtiger Bestimmungsfaktor der Inflation ist, würde eine solche Strategie die Inflation und die Inflationserwartungen weiter anheizen. Die Begrenzung von Kapitalmarktrenditen – man spricht in diesem Zusammenhang von Zinskurvenkontrolle oder Yield Curve Control – kann in deflationären Situationen, wie sie etwa Japan jahrelang erfahren hat, ein probates Mittel sein. **Sobald aber die Inflationserwartungen stabilisiert werden müssen, wäre eine solche Politik kontraproduktiv.** Die Schlussfolgerung ist also klar: Wenn sich die Inflation nicht wie von den Zentralbanken erwartet im Lauf des Jahres 2022 rasch zurückbildet, ist auch mit einem **deutlichen Anstieg der Bondrenditen** an den Kapitalmärkten und entsprechender Volatilität der Kurse zu rechnen.”

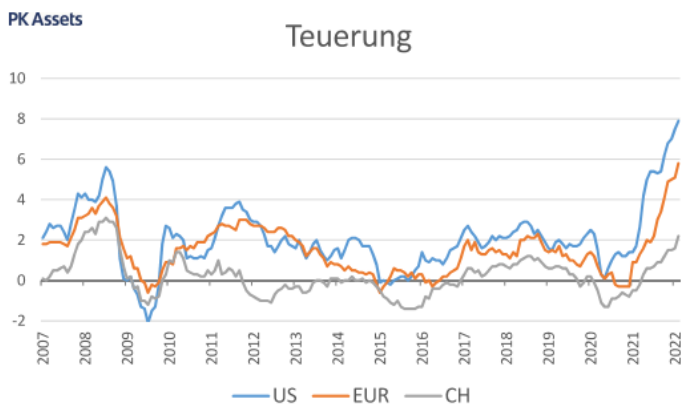
Michael Heise in The Market 1/2022

Schubumkehr

7.9%, Dambruch! Zu hohe Inflationen zerstören den Widerstand

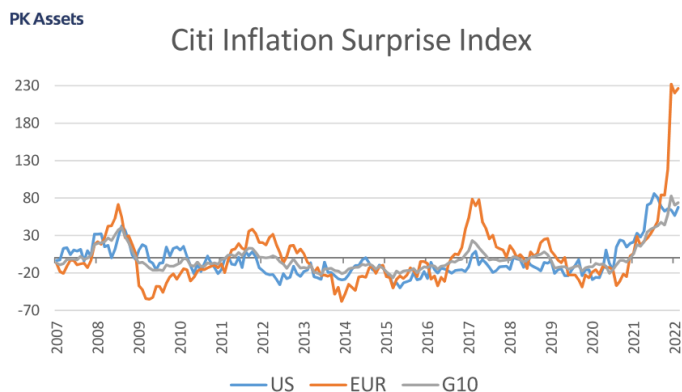
Inflationen wie seit den 70er nicht mehr: 7.9% Inflation war ein Dambruch! Diese Inflationen, ausserhalb der Vorstellungskraft noch vor Corona, zerstören den Widerstand gegen Zinserhöhungen

„7,9 Prozent – heute um 14 Uhr 30 mitteleuropäischer Zeit ist klar geworden, dass die amerikanische Inflationsrate im Februar auf hohem Niveau noch einmal zugelegt und damit ein **40-Jahre-Hoch** erreicht hat. (...) Inzwischen sieht es sogar danach aus, dass es in den kommenden Monaten zu **weiteren Preisschocks** auf hohem Niveau kommen wird, weil der brutale Überfall des russischen Militärs auf die Ukraine die **Rohstoffmärkte** in Aufruhr versetzt und für zum Teil stark steigende Preise gesorgt hat. (...) Nicht nur das führt zu steigenden Kosten, sondern auch die **Lieferketten**, die nun nach der Pandemie aufgrund der massiven **Sanktionen** der westlichen Staaten gegen Russland und wegen der kriegerischen Handlungen erneut empfindlich gestört werden. (...) Der Ukraine-Krieg macht die ohnehin schon teuer gewordenen **Lebensmittel** noch teurer, und wer die **Benzinpreise** an den Zapfsäulen sieht, wird im autoverrückten Land der unbegrenzten Möglichkeiten nervös.“
Christoph Leisinger NZZ 3/2022



“Jensen co-CIO with Bridgewater, represents the house view (...) “**Since the 1980s, problems have always been solved by easing.** (...) “We’re at a **turning point** now and things will be much different.” For the first time since Paul Volcker’s Fed of the early 1980s, inflation has accelerated so fast it’s become a political issue. Powell, speaking to reporters after the Fed’s meeting on Wednesday, acknowledged the central bank may have to jack up borrowing costs faster than the market anticipated to stop prices from spiraling higher. (...)
Bloomberg 1/2022

Der Anstieg der Inflation, für die meisten Marktteilnehmer schockierend in ihrem Ausmass, zerstört die Argumentationsketten der Notenbanken einer graduellen, vorübergehenden Inflation



«an den Finanzmärkten drohen die **Inflationserwartungen ausser Kontrolle zu geraten.** Dabei hätten Powell und Co. nur auf **Milton Friedman** hören müssen. «**Die Inflation wird in Washington gemacht,** weil nur das Fed in Washington Geld drucken kann. Konsumenten schaffen keine Inflation, Produzenten nicht, Gewerkschaften nicht, auch ausländische Scheichs oder Erdölimporte spielen keine Rolle. **Verantwortlich sind zu hohe Staatsausgaben und eine zu generöse Geldschöpfung – und sonst nichts**», erklärte der Altmeister der Geldmengentheorie zeit lebens. (...) Andere demokratische Apologeten wie der ultrakeynesianische Nobelpreisträger und «New York Times»-Kolumnist Paul Krugman reden immer noch von Einmaleffekten. Das Fed solle nichts tun und abwarten, bis sich die Wirtschaft von selbst abkühle, so ihr Mantra.“
Christof Leisinger in NZZ 3/2022

Schubumkehr

Mainstreet gegen Wallstreet: Gezeitenwende

7.9 % Inflation bedeutet: Eine zusätzliche einmalige 7.9% Sondersteuer auf alle Vermögen, Ersparnisse, eine zusätzliche weitergehende 7.9%ige Sondersteuer auf alle Einkommen und Renten, eine deutliche Zunahme der Ungleichheit: Wer mehr für Lebensmittel und Sprit ausgeben muss, wird überproportional betroffen. Wer keine Möglichkeit hat, sich mit Realwerten abzusichern, wird überproportional betroffen. Mainstreet verliert, Wallstreet gewinnt.

«Asset values will recover over time. Buying power doesn't»

«Ungleichheit» das Buzzword der 20er?

«In many important ways, the financial crash of 2008 had never ended. It was a long crash that crippled the economy for years. The problems that caused it went almost entirely unsolved. And this financial crash was compounded by a long crash in the strength of America's democratic institutions. When America relied on the Federal Reserve to address its economic problems, it relied on a deeply flawed tool. All the Fed's money only widened the distance between America's winners and losers and laid the foundation for more instability. This fragile financial system was wrecked by the pandemic and in response the Fed created yet more new money, amplifying the earlier distortions.»

Christopher Leonard, The Lords of Easy Money (2022)

«I believe the Federal Reserve is there. I don't mean the Fed's current policy dilemma. I mean the Fed itself; its very existence, structure, and goals. They need a complete restructuring, because the Fed isn't accomplishing what we all need it to. Worse, it is causing problems we could do without. I believe Fed officials are largely responsible for the cycles of bubbles, booms, and busts over the last 30 years. Further, they share some of the blame (clearly not all) for the growing divisions and tribalism in our society. Much of it springs from the wealth disparity they aided and abetted.»

John Mauldin 2/2022

«Wie der Chicagoer Bond-Investor Jim Bianco vorrechnet, halten 40% der Bevölkerung in den USA ein Sparvermögen von weniger als 1000 \$, sie besitzen keine Aktien und leben in Miet-Immobilien. Diese Bevölkerungsschicht, die von der Hand in den Mund lebt, leidet besonders unter den gestiegenen Preisen für Benzin, Nahrungsmittel oder Wohnungsmieten. Das erhöht den Druck auf Biden und die Demokraten, «etwas zu tun».»

The Market 1/2022

Quantitative Easing hat seine Lobby verloren:

«Central banks have fueled wealth inequality... value of financial assets (Wall Street) relative to the value of the economy (Main Street) is now 6.3x. 2020s will see policies of redistribution, regulation, reshoring to reverse wealth inequality...raising the value of labor relative to capital. Catch-22 in '22 is tighter monetary policy reduces asset prices very quickly at a time when Main St so levered to fortunes of Wall St...quickest route to recession is a Wall St crash.»

BOA 2/2022

Die Übermacht der linken Ökonomen und Notenbanker («Keynesianer»), die Jahrzehntlang zu tiefen Zinsen propagiert haben und das Malaise möglich gemacht haben, wenden ihre Hälsen:

«Der Demokrat Larry Summers warnt schon eine Weile vor den negativen Folgen überzogener Stimulierungsmassnahmen, die das Verhältnis zwischen gesamtwirtschaftlichem Angebot und Nachfrage aus dem Gleichgewicht gebracht und die Inflationsrate beflügelt hätten. (...) widersprechen den Argumenten «linkslastiger Zeitgenossen» wie etwa Joseph Stiglitz, der die überaus generöse Geldpolitik weiter beibehalten will.»

Christoph Leisinger in NZZ 1/2022

Schubumkehr

Die Notenbanken kämpfen um das Vertrauen:

«Behind the Curve»

Den Kampf gegen die Inflation zu verlieren ist für die Notenbanker keine Option. Seit die Inflation auch für den amtierenden Präsidenten gefährlich geworden ist, kämpft auch das Fed gegen die Gefahr eines eigenen Bedeutungsverlustes

*“as a Central Banker you want to manage the worst tail risk for yourself - a loss in credibility. Powell has already declared inflation to be his enemy #1, #2, and #3; and while long-term inflation expectations have not yet become de-anchored on the upside, the balance of risks is dangerously skewed the wrong way for Central Bankers. (...) **gun to their head they will likely be forced to tighten even in the face of a stock market drawdown to preserve credibility** on their price stability mandate. The strike of the Fed put is still far from today's levels.”*

Alfonso Peccatiello 2/2022

*„Längst reden neutrale Marktbeobachter von Vollbeschäftigung und kritisieren Powell massiv, **viel zu spät** dran zu sein, wenn es um die Straffung der überaus laxen geldpolitischen Rahmenbedingungen gehe. «Das Fed ist **viel zu zögerlich**, und wir machen das **grösste Risiko seit den 1970er Jahren aus**: dass die anhaltend hohe Inflation die Preiserwartungen in die Höhe treibt und sich diese Entwicklung verfestigt»*

Christoph Leisiger NZZ 3/2022

*“Powell, wants to **make sure inflation expectations remain anchored** around 2% and expectations for high inflation do not become anchored in investors' mind. How do you that? You explicitly tighten monetary policy above neutral rates. their own median estimate for neutral rates is around 2.4%. The large majority of FOMC members wants to see Fed Funds rate well above 2.4% in 2023 and 2024, with 7 or 8 Committee members projecting Fed Funds rates at or above 3% by then. (...) we will have to see **tighter financial conditions** to achieve our price stability targets. Powell (...) said financial conditions must tighten in order to help the Fed achieve its objectives. (...) The key components of any respectable financial conditions index are: (real) yields, corporate bond spreads, mortgage rates, equity valuations and FX levels. If you think the sell-off in equities, move up in USD and mortgage rates, and the widening in credit spreads we have seen this year is impressive...think again. What was that good old saying again? **“Don't fight the Fed”**.”*

Alfonso Peccatiello 3/2022

*„With the Fed arguably **behind the curve**, we see the highest chance since the 1970s of persistently high inflation boosting price expectations and **becoming entrenched**.”*

BNP Paribas 3/2022

*„Inflation war für das Fed in den letzten 35 Jahren nie ein Thema. Greenspan, Ben Bernanke, Janet Yellen und bis vor kurzem auch Jerome Powell mussten nie hartnäckig hohe Inflation bekämpfen. In den vergangenen 35 Jahren gab es aus Sicht des Fed keinen offensichtlichen Konflikt zwischen **Wall Street und Main Street**. Heute jedoch schon.“*

The Market 2/2022

Das wird teuer!

*«The **Fed's application of its framework has left it behind the curve in controlling inflation**. This, in turn, has made a **hard landing** virtually inevitable. Under the monetary policy framework, introduced in August 2020, the Fed is supposed to target average annual inflation of 2%, which means allowing for occasional overshoots to make up for previous shortfalls. (...) This was a mistake. (...) This means monetary policy will remain loose until overheating begins – and cooling things off will **than it would if it started raising rates sooner**. [...] The delay in lifting off, for example, is likely to push the unemployment rate considerably below the level consistent with stable inflation, increasing the odds that the Fed will need to tighten sufficiently to push the unemployment rate back up by more than 0.5 percentage point. **Over the past 75 years, every time the unemployment rate has moved up this much, a full-blown recession has occurred.**”*

Bill Dudley 3/2022

Verluste!

Die Bondmärkte hatten die Schubumkehr antizipiert und als diese kam, kannten sie kein Halten

Grösster Absturz seit 2008

“The Bloomberg Global Aggregate Index, a benchmark for government and corporate debt, has fallen about 9.9% from a high in early 2021, the **biggest decline from a peak since 2008**. Losses have been particularly sharp in pockets of global credit markets. Asian dollar bonds have already lost about 10.5% from their peak in 2021, according to a Bloomberg index, after Chinese defaults rose to a record. Broader credit markets have also been showing worsening cracks after weeks of outflows.”
Bloomberg 3/2022

Ein wichtiger Brandbeschleuniger war die hohe Duration in den Märkten

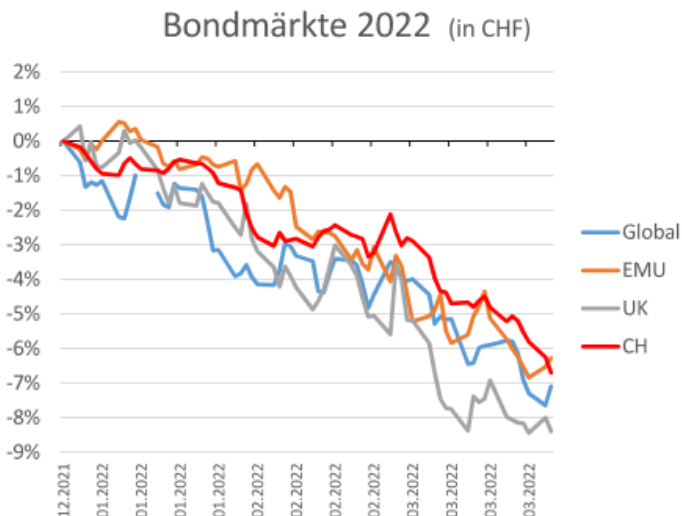
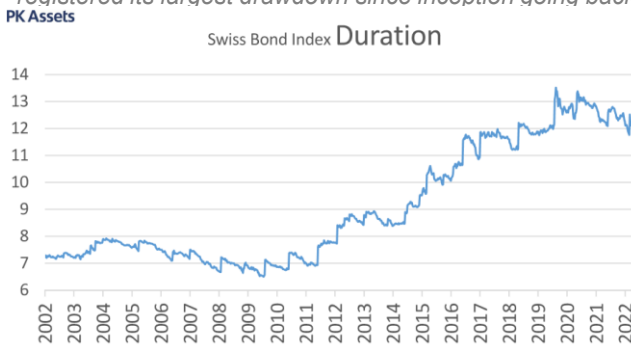
“This is the worst Treasury market ever, or at least for the last 50 years or so. (...) the Bloomberg Treasury index has just registered its largest drawdown since inception going back to 1973. (...) it's remarkable to see **such substantial losses on what has been a fairly modest move in yield terms** ... (...) the starting point -- at its last all-time high on Aug. 4, 2020, the index had an aggregate yield of just 0.40%. That's almost mind-bogglingly low, and naturally implies sky-high prices for bonds. Low yields have also **extended the duration of the index, even as the Treasury itself has pushed the average maturity of its outstanding debt to the longest in 40 years of data history**. If your starting point is record-high duration risk at record-low yields, it shouldn't be particularly shocking that a fairly modest yield move can incur substantial capital losses. All of this comes, of course, with scant cushion from coupon interest income. It's a

lot easier to absorb a few capital losses when your portfolio pays you 5% -- let alone 10%-plus, as in the 1970s -- per year.”
Cameron Crise 3/2022

Inflation, Krieg, Fiskalpolitik, Sanktionen alles zusammen hat den Zinsrutsch verursacht

“a lot of things have changed and all of them are kind of pointing in the same direction, which is more supply and higher rates. (...) Here we have open war in the heart of Europe and the 10-year isn't really rallying. I think that's huge. There is this underlying kind of fear of inflation. And in addition to that, what are central banks going to do about **inflation, higher rates, potentially more issuance, potential diversification away from inside FX reserves, perhaps in favor of outside reserves**. I think the world is a very different place. You know, my sense would be that there's a tremendous amount of **pressure on long-term interest rates going higher from here than any time over the past 10, 15 years**. (...) everything that is happening is also highly inflationary, potentially even more, again, depending on how sanctions and energy related stuff goes.”

Zoltan Poszar in OddLots Bloomberg 3/2022



Inflation

Das Narrativ hat komplett gewechselt, es gibt mehrere Gründe für anhaltend hohe Inflation

a) Lebensmittelpreise

Die Lebensmittelpreise waren wegen Corona bereits im Aufwind, der Ukraine-Krieg könnte einen dramatischen Blowout bedeuten:

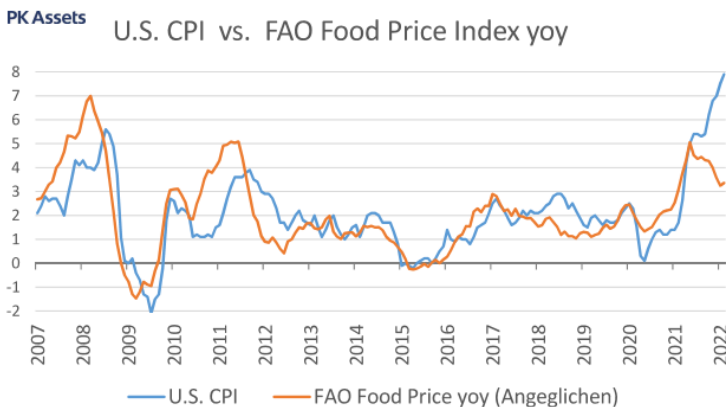
“Russia and Ukraine are also major exporters of agricultural commodities, including wheat, while Russia is also a major producer and exporter of fertilizers. Armed conflict is also likely to disrupt the planting and harvesting seasons in Ukraine, while shipping and distribution in and out of the region has been heavily affected.” Berenberg 3/2022

“Bereits im Jahr 2023 könnten 8 Milliarden Menschen auf der Erde leben, noch Anfang des 20. Jahrhunderts waren es gerade einmal 1,7 Milliarden. Wie konnte die Bevölkerung in so kurzer Zeit so rasant ansteigen? Laut einigen Experten lässt sich diese Entwicklung mit einer einzigen Erfindung erklären: dem Stickstoffdünger. (...) Doch ausgerechnet dieser wichtige Rohstoff ist in den vergangenen Monaten immer teurer geworden, vor allem wegen der gestiegenen Energiepreise. Und nun kommt der Krieg in der Ukraine als preistreibender Faktor hinzu. (...) der Stickstoff, der für die Herstellung von Harnstoffdünger nötig ist, kommt zu grossen Teilen aus Russland und Weissrussland, weil diese Länder über günstiges Erdgas verfügen. Die Düngerproduktion braucht enorm viel Energie. Die steigenden Erdgaspreise verteuern die Produktion von Dünger ausserhalb Russlands in erheblichem Masse. Gleichzeitig erschweren die vom Westen verhängten Sanktionen, vor allem die Zahlungsbeschränkungen, den Handel. Russland war im Jahr 2021 der weltweit grösste Exporteur von Stickstoffprodukten. (...) Russland ist nach Kanada der zweitgrösste Produzent von Kalisalzen, einem Schlüsselnährstoff für viele wichtige Nutzpflanzen. Zudem zählt Weissrussland zu den grössten Kaliexporteuren. (...) Mit 17 Prozent des weltweiten Handelsvolumens ist Russland zudem ein wichtiger Lieferant von Phosphaten bzw. Phosphordünger. Damit deckt das Land alle drei wichtigen Düngerarten ab.”
Nelly Keusch in NZZ 3/2022

Ganze Regionen der Welt sind von Ukraine/Russland abhängig

“Wegen ihrer fruchtbaren Böden ist die Ukraine einer der wichtigsten Weizenexporteure weltweit. Der Krieg könnte jetzt dazu führen, dass Millionen von Menschen nicht genügend zu essen haben. (...) Jährlich produziert das Land rund 25 Millionen Tonnen Weizen. Und damit ist das Potenzial der Böden nicht annähernd ausgeschöpft. Experten schätzen, dass man die Produktion in den nächsten 15 Jahren nochmals verdoppeln könnte. Fast drei Viertel der Ernte – über 18 Millionen Tonnen – gehen ins Ausland. Nur die viel grösseren Länder Russland, USA und Kanada exportieren mengen- und wertmässig noch mehr. Zuletzt deckten Russland und die Ukraine zusammen mehr als ein Viertel der globalen Weizenexporte. Bei den Exporten von Mais, Gerste, Raps und besonders Sonnenblumenöl sind sie ähnlich bedeutsam. Der ukrainische Weizen legt

teilweise weite Strecken zurück. Die wichtigsten Exportziele liegen in Nordafrika und Asien. So gehen fast ein Drittel der Weizenexporte nach Ägypten und Indonesien. Letzteres ist der grösste Weizenimporteur Asiens und bezog im Jahr 2020 alleine aus der Ukraine mehr als ein Viertel seines importierten Weizens. Besonders abhängig von ukrainischem Weizen sind allerdings die Länder im Nahen Osten. Je nach Nation kämen ihre Weizenimporte zu 50 oder gar 90 Prozent aus der Schwarzmeerregion.“
NZZ 3/2022



Inflation

Das Narrativ hat komplett gewechselt, es gibt mehrere Gründe für anhaltend hohe Inflation

a) Lebensmittelpreise

Der perfekte Sturm bei Lebensmittel: Wasser, Energie, Dünger, Arbeit, Fracht, Ersatzteile, die Liste ist endlos:

“Fuel goes up, water goes up, fertilizer goes up, labor goes up, and I can’t see an end to that at this point. ”The timing couldn’t be worse. The world was already contending with rising hunger after the pandemic’s blow and droughts that parched crops in key growing regions. (...) Things are so dire that the planet could be facing a “tipping point” when it comes to long-term stability for global food supplies, according (.) the United Nations’ Food and Agriculture Organization. (...) A crunch for natural gas supply, elevated freight rates, tariffs, extreme weather and sanctions on key producer Belarus all contributed to the rally. And now Russia, the biggest exporter of urea and No.2 for potash, is seeking to end fertilizer exports, threatening a global shortage. The Green Markets North American Fertilizer Price Index has doubled in the last 12 months to reach a record. Supplies for seeds and other chemicals like pesticides are also “extremely tight,” Corteva Inc. Chief Executive Officer Chuck Magro said at a recent conference. And prices for tractors made by companies like Deere & Co. are on the rise. If farmers can’t keep up with their higher costs, they could be forced to pull back on production, leaving the global food-supply situation even more precarious.”

Bloomberg 3/2022

Nicht nur die Produktion, auch die Logistik ist gefährdet

„Lieferungen in die Ukraine sind derzeit schliesslich nur unter Lebensgefahr möglich. Und auch Lieferungen aus dem Land hinaus gibt es kaum noch. «Wir sehen gerade, dass die Transportwege in der ganzen Region stillstehen, es wird kaum etwas exportiert», sagt Weltbank-Experte John Baffes. Diejenigen Unternehmen, die noch in der Lage und bereit sind, Weizen zu transportieren, finden für ihre Schiffe und LKW keine Versicherung, die das hohe Risiko auf sich nimmt. Auch aus Russland kommt weniger Weizen: Die Regierung hat einige ihrer Exporte bereits gestoppt und weitere Sanktionen für Getreide in den Raum gestellt. Im letzten Jahr hatte die Ukraine eine gute Ernte, 10 bis 20 Millionen Tonnen Weizen dürften sich noch in den Lagern befinden. Was damit passiere, wisse aber derzeit niemand. (...) ein Konflikt zwischen zwei Agrarnationen, der kurzfristige Auswirkungen auf die Nahrungsmittelexporte hat, aber auch die Energiemärkte unter Druck bringt und damit die Düngerpreise steigen lässt. «Eine Kombination von diesen drei Faktoren, das gab es bisher noch nicht.» Zurzeit stehe der Weizenmarkt gut da, die Lagerbestände seien nicht schlecht. Die Frage sei, wie es in der nächsten Saison aussehe – wie sich der Krieg entwickle, aber auch, wie es um die Input-Faktoren Treibstoff und Dünger bestellt sei. Doch eines sei klar: Die Preise würden hoch bleiben.”

NZZ 3/2022

...Lebensmittelpreise können mit Geldpolitik nicht manipuliert werden

Inflation

Das Narrativ hat komplett gewechselt, es gibt mehrere Gründe für anhaltend hohe Inflation

b) Energiepreise

Vom Ölpreis erhoffte man sich den stärksten Basiseffekt nach unten: Öl kann sich nicht jedes Jahr verdoppeln. Durch den Krieg hat sich allerdings der erhoffte Rückgang nicht materialisiert. Und Zweitrundeneffekte sind überall spürbar, je stärker, je länger die hohe Preise andauern

“Disruptions to energy commodity exports out of Russia, heightened geopolitical risks, and a U.S. ban on imports of Russian oil and gas have contributed to sharp increases in gasoline and home heating oil costs that will likely exacerbate energy inflation in the coming months. (...)

the exogenous shock of Russian sanctions is just that -- a shock, and one for which there is no easy remedy. As if the “back to the 1970s” narrative wasn’t strong enough already, policy makers now need to contend with the third-largest oil supply disruption in history, behind the Iranian revolution in 1978 and the embargo of 1973.”

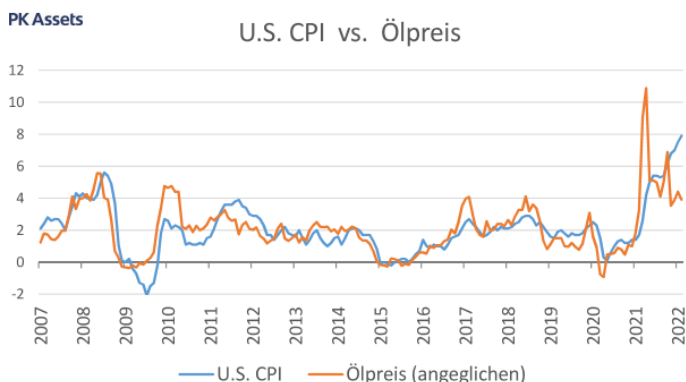
Cameron Crise 3/2022

„Erdöl und Erdgas aus Russland wichtig für Europa. Deutschland bezieht 60 Prozent des Bedarfs aus Russland, einige Länder auf dem Balkan 100 Prozent.“

Krieg und hohe Energiepreise gehören zusammen

“History shows that wars (much more than pandemics) are the most common cause of jumps in inflation. The best-known recent illustration is the way wars in 1973 (Yom Kippur) and 1979 (Iran-Iraq) contributed to the great inflation of the Seventies, but there are many other examples. True, the price of oil is a much smaller component of economic activity and consumer inflation indices today than 50 years ago. But it would be naive to imagine that, with inflation already at its highest level since 1982, the additional shock of war and rapidly escalating sanctions won’t pour kerosene on the barbecue.”

Niall Ferguson 3/2022



...Öl- und Strompreise können von der Geldpolitik nicht manipuliert werden

Greenflation und die neue Ära der Knappheiten

„Die Zeit des Überflusses ist vorbei, nun beginnt die Ära der Knappheiten. Der akute Mangel an Halbleitern während der Pandemie war ein Vorgeschmack. Arbeitskräfte werden künftig knapper, China hat seine demografische Dividende aufgezehrt. Westliche Politiker haben in den vergangenen Jahren vollmundig die Energiewende verkündet, ohne zu berücksichtigen, dass eine Dekarbonisierung und Elektrifizierung der Wirtschaft Unmengen an Kupfer, Aluminium, Nickel, Lithium, Silber, Kobalt und andere Rohstoffe benötigen wird – Rohstoffe, deren Angebot wegen beschränkter Förderkapazitäten unelastisch ist. Knappheiten sind nicht bloss eine temporäre Folge der Pandemie. Sie werden daher nicht verschwinden, sondern werden die kommenden Jahre prägen. Und Knappheiten im Angebot führen zu steigenden Preisen.“ Mark Dittli in The Market 3/2022

Inflation

Das Narrativ hat komplett gewechselt, es gibt mehrere Gründe für anhaltend hohe Inflation

c) Commodities

Was für Energie gilt, gilt auch für Commodities insgesamt: Der erhoffte Basiseffekt auf das CPI kommt nicht wie erhofft, die Produzentenpreise boomen wie nie

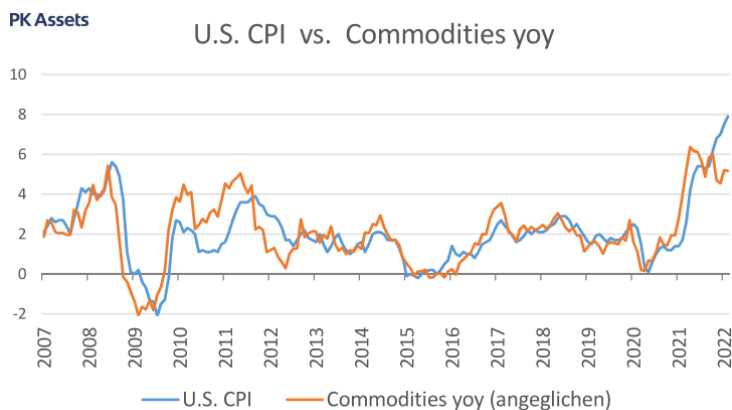
“Als Reaktion auf den Aggressionskrieg Russlands gegen die Ukraine schossen die Rohstoffpreise in die Höhe: Öl, Erdgas, Stahl, Aluminium, Nickel, Weizen, Sonnenblumenöl – alles Rohwaren, an denen das sanktionierte Russland und die kriegsversehrte Ukraine einen grossen Anteil am Weltmarkt haben. Parallelen zum Ölschock von 1973/74 sind nun so offensichtlich, dass selbst die eifrigsten Vertreter der Theorie der rein «transitorischen Inflation» langsam umdenken. (...) Momentan sind alle Länder voll im Expansionsmodus. Weit und breit ist nirgends von Steuererhöhungen die Rede, nur von neuen Ausgaben. Der laufende Teuerungsschub dürfte deshalb neue Höchststände im zweistelligen Prozentbereich erreichen. Die Produzentenpreisanstiege waren etwa in Deutschland mit +25% oder Italien mit +42% schon im Januar und vor Kriegsausbruch dort.”

Peter Frech in *The Market* 3/2022

Die Commodity-Futures wurden nicht für die aktuellen Verhältnisse designt und erhöhen das Chaos zusätzlich

“if you are long non-Russian commodities and short the related futures, you are likely having *margin calls* that need to be funded. Anyone in the commodities world is experiencing a *perfect storm* as correlations suddenly shot to 1, which is never a good thing. But that's precisely what happens when the West sanctions the single largest commodity producer of the world, which sells virtually everything. What we are seeing at the 50-year anniversary of the 1973 OPEC supply shock is something similar but substantially worse – the 2022 Russia supply shock, which isn't driven by the supplier but the consumer. (...) *Is there enough collateral for margin? Is there enough credit for margin? What happens to commodities futures exchanges if players fail? Are CCPs bulletproof? I haven't seen these topics in the wide offering of Financial Stability Reports, have you? Is the OTC commodity derivatives market the gorilla in the room? The commodities market is much more financialized and leveraged today than it was during the 1973 OPEC supply crisis, and today's Russian supply crisis is much bigger, much more broad-based, and much more correlated. It's scarier.*”

Zoltan Poszar CS 3/2022



“much like triple A-rated mortgage bonds were used as collateral to secure short-term funding before the Great Financial Crisis of 2008 — commodities have been used to secure financing that could now be stressed (.= overall funding is being constrained as massive amounts of volatility cause market players to derisk. “Commodities are collateraland every crisis occurs at the intersection of funding and collateral markets. (...) In 1998, we had Russian bonds and a leveraged LTCM. In 2008, we had mortgages and leveraged banks and shadow banks. In March 2020, we had leveraged bond basis trades. You see the pattern? *Collateral, leverage, funding.*”

Tracy Alloway 3/2022

...Rohwarenpreise können von der Geldpolitik nicht manipuliert werden

Inflation

Das Narrativ hat komplett gewechselt, es gibt mehrere Gründe für anhaltend hohe Inflation

d) Deglobalisierung

Eines scheint klar: Deglobalisierung wirkt inflationär: Inflation ist der Preis der Antifragilität durch die Rückführung von kritischen Lieferketten

“Looking out beyond the next year or two, *the new cold war will lead to higher, not lower, interest rates. Increased spending on defense and alternative energy sources will prop up aggregate demand, especially in Europe where the need to diversify away from Russian gas is greatest. (...) Rising globalization was an important force restraining inflation – and interest rates – over the past few decades.*”

BCA 3/2022

““In a cooperative game, more global trade and the accumulation of FX reserves makes sense,” said Brent Donnelly at Spectra Markets. “In a competitive game, where your currency holdings are issued by an adversary and can be frozen or vaporized at that adversary’s discretion... Global trade and the accumulation of FX reserves makes ... less sense.”

OddLots Bloomberg 3/2022

“Das goldene Zeitalter der Globalisierung ist vorbei, *neue geopolitische Rivalitäten und Blockbildungen* sind entstanden. Die Welt zerfällt in Einflussphären. Die Weltwirtschaft wird in den kommenden Jahren nicht zusammenwachsen, sondern gespalten werden. (...) *Unternehmen werden es sich in dieser Welt nicht mehr leisten können, sich auf ihre bis zum Anschlag optimierten Lieferketten zu verlassen. Optimierung ist passé, künftig wird Robustheit gefragt sein: Das bedeutet redundante Lieferketten und ein Near- oder Homeshoring, die Rückverlagerung der Produktion, näher an die Endmärkte.*”

Mark Dittli, The Market 3/2022

Der unnachahmliche Michael Hartnett bringt es auf den Punkt:

““The Big Change: 2020 marked secular low point for inflation & interest rates; fiscal populism, end of globalization, fading deflation from disruption, demographics, rising regulation & redistribution + US dollar debasement = higher inflation in 2020s.”

BoA 2/2022

«Peak Capitalism» ist inhärent inflationär

““2020s big investment trends...bigger government, smaller world, US dollar debasement, fiscal excess, subservient central banks... “peak capitalism”. Big trends are all now inflationary.”

BoA 2/2022

...die inflationären Wirkungen der Deglobalisierung können von der Geldpolitik nicht manipuliert werden

<u>2010s</u>		<u>2020s</u>
1%		99%
Wall Street		Main Street
Maximizing Wealth		Maximizing Health
QE		QT
Deregulation		Intervention
Globalization		Nationalism
Corporate Buybacks		Wealth Taxation
Inequality		Inclusion
EPS		ESG
Credit		Commodities
Tech		Energy
US Treasuries		Chinese Bonds
Bitcoin		Fedcoin
Democracies		Dictatorships
Deflation		Inflation



Inflation

Das Narrativ hat komplett gewechselt, es gibt mehrere Gründe für anhaltend hohe Inflation

e) Shelter

Jedes Länder-CPI ist unterschiedlich und weist Besonderheiten auf. In den USA gibt es eine besondere Spezialität, die ein Abebben der offiziellen Teuerung im 2022/2023 fast unmöglich macht:

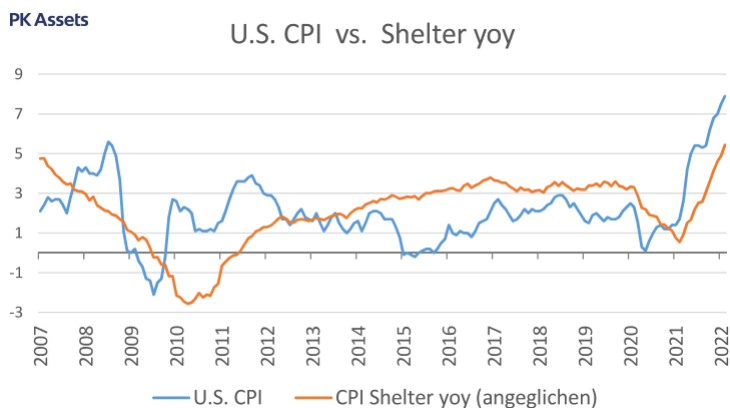
Für das U.S. CPI neben den Ölpreisen die bestimmende Grösse: Shelter: Und hier sind deutlich höhere Notierungen zu erwarten:

“Shelter inflation accelerated in February, rising 0.5% m/m, underpinned by continued increases in rent and owners’ equivalent rent inflation. We expect shelter inflation, which lags market rent and home price increases by 12-16 months, to continue to accelerate through 2022 and peak at close to 6% by year end in a “catch-up” to soaring market rents and home prices. Rent and OER increased 0.6% m/m and 0.4% m/m, respectively, lifting their yr/yr increases to 4.2% and 4.3%. Combined, these two components account for roughly one-third of the CPI basket, and as shelter inflation accelerates it will exert significant upward pressure on headline and core CPI inflation.”

Berenberg 3/2022

“Perhaps critically, the single biggest component of the index is shelter. Inflation in rents is still far below the headline rate, but is now at its highest in 20 years, and likely to continue rising as it is based on an average of all rents being paid, rather than just the most recent leases to be signed. (..) this is a form of inflation on which tighter monetary policy can have an effect.”

John Authers 3/2022



...um Shelter runter zu bringen müsste die Geldpolitik den Häusermarkt zerstören

Inflation

Das Narrativ hat komplett gewechselt, es gibt mehrere Gründe für anhaltend hohe Inflation

f) Lohn/Preis-Spirale

Eine Lohn/Preis-Spirale hielt man lange für ausgestorben im Westen, sie ist aber wieder in aller Munde; Fakt ist: Die Löhne steigen, die Preise auch, und zwar wesentlich stärker, d.h. die Nettolöhne in den USA fallen! Und zwar deutlich

“Thursday also saw the publication of the Atlanta Fed’s Wage Growth Tracker data, which is granular and based on census data. It is arguably the best indicator to watch on the risk of a wage-price spiral, the dreaded dynamic where higher prices lead to higher wage demands that prompt companies to raise prices. From the standpoint of such a spiral, the news is bad. For most of us, it’s very good, with overall wage growth the highest since the series started in 1997.”

John Authers 3/2022

„und so bleibt nur die Frage, ob die Zentralbanken den Mut aufbringen werden, eine unpopuläre Geldpolitik zu verfolgen. Tun sie es nicht bald, zahlen sie später einen noch höheren Preis. Denn wenn die Preissteigerungen über eine längere Zeit anhalten, setzt eine verhängnisvolle Preis-Lohn-Spirale ein. Die Unternehmen erhöhen wegen der gestiegenen Rohstoffkosten die Preise, was entsprechende Lohnerhöhungen erfordert. Die gestiegenen Personalkosten nehmen die Unternehmen wiederum zum Anlass, die Preise weiter zu erhöhen. Bald passen sich auch die Inflationserwartungen an. Je länger dieser Teufelskreis dreht, desto kostspieliger wird es, ihn zu durchbrechen. Die Leute haben sich an die hohen Inflationsraten gewöhnt und ihr Verhalten angepasst. Dass die Kosten steigen, je länger die Zentralbank mit den Zinserhöhungen wartet, ist historisch gut belegt.“

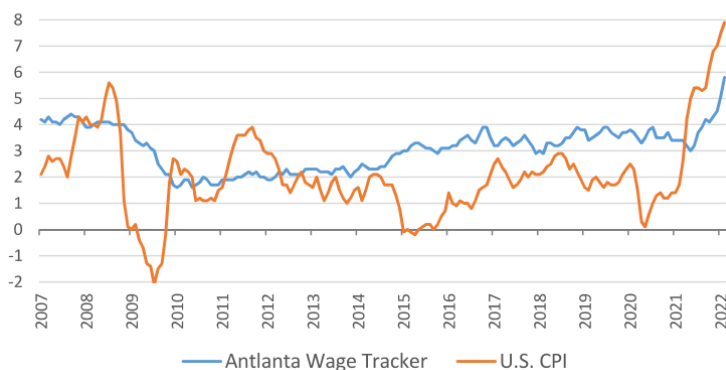
Tobias Straumann in NZZ 3/2022

„The current go-slow, 25 basis points per meeting plan may have the desired effect of not spooking the financial markets, but it will also let inflation expectations increase and lead to wage and price spirals. I can’t emphasize enough how dangerous this particular environment is. In fairness, numerous economists and analysts believe Powell has everything under control, and will taper the balance sheet more than expected. I hope they are right.“

John Mauldin 3/2022

PK Assets

Atlanta Fed Wage Tracker



Seit vielen Jahren haben die nominalen Löhne wieder deutlich angezogen. Aber: das CPI ist deutlich starker gestiegen, d.h. brutto sind die Löhne gefallen.

...eine Lohn/Preis-Spirale kann mit Geldpolitik gestoppt werden, aber zu welchem Preis?

Inflation

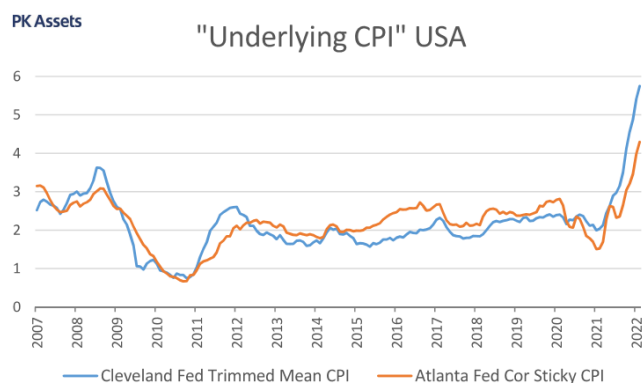
Das Narrativ hat komplett gewechselt, es gibt mehrere Gründe für anhaltend hohe Inflation

g) Sticky Prices

Sind die Notenbanken zu spät dran? Die hohe Teuerung scheint sich verfestigt zu haben:

“As is now well-known, there are many pandemic-related outliers that have driven the overall rate, and so attention has tended to focus on the measures of median and trimmed mean (excluding outliers in both directions and averaging the rest) inflation published by the Cleveland Fed. Unfortunately, both show clearly that inflation is broadening, and that the core price level is rising (...). By definition, sticky price rises tend not to be reversed. (...) While monetary policy is of very little use against the drivers of flexible price inflation, the Fed will feel pressure to act against sticky inflation, by tightening money and attempting to reduce demand.”

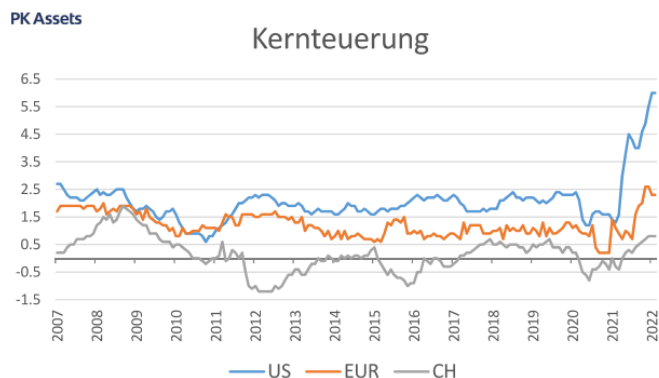
John Authers 3/2022



Die Kernteuerung boomt jetzt auch: Es sind längst nicht mehr nur Lebensmittel und Energie, die Teuerung setzt sich fest in allen Komponenten. Besonders wichtig für die Notenbanken, jetzt steigen auch die Dienstleistungspreise, die kaum etwas mit vorübergehenden Lieferketten-Problemen zu tun haben:

„Gewiss: Die Preise langlebiger Konsumgüter werden sich im Verlauf der kommenden Monaten zurückbilden, wenn sich (hoffentlich) die Lieferkettenprobleme allmählich lösen. Doch das ist zu spät, denn mittlerweile hat ein zweiter Effekt eingesetzt. Die Preise für Dienstleistungen beginnen zu steigen, per Januar mit einer Jahresrate von 4,6%: Wieso ist das relevant? Weil die Preise von Dienstleistungen in den USA weder von Produktionsengpässen in China noch von verstopften Lieferketten beeinflusst werden, sondern primär von zwei Dingen: von den Preisen und Mieten am Immobilienmarkt und von den Löhnen der Arbeitnehmer. Die Nachfrage nach Dienstleistungen im Land beginnt mit dem Abklingen der Pandemie erst zu steigen, und bereits bekunden Arbeitgeber von McDonald's über Starbucks bis zu Hotelketten und Vergnügungsparks Mühe, Personal zu finden.“

Mark Dittli, The Market 2/2022



...je verfestigter die Inflationspsychologie ist, desto mehr muss die Notenbank machen um sie zu dämpfen

Inflation

Das Narrativ hat komplett gewechselt, es gibt mehrere Gründe für anhaltend hohe Inflation

g) Runaway Inflation? Oder nur eine Episode?

Die aktuelle hohe Inflation ist eine fast einzigartige Koinzidenz von Angebots- und Nachfrageschocks, welche beide wieder abebben werden.

Es braucht extrem viel für eine dauerhaft hohe Inflation, deshalb unser Kompromiss:

Höher als gedacht, länger als gedacht aber nicht dauerhaft auf dem aktuellen Niveau

„An over-leveraged private sector composed of an ageing population and a large portion of zombie companies facing a structural lack of productive investments outlet is NOT going to borrow more. The private sector wants to de-leverage. Now, add to that the latest range of estimates for US real structural GDP growth which stands at 0-0.25%. So, weak structural growth and poor appetite for credit = no runaway aggregate demand = ...runaway inflation?! Really? Inflation is and will remain >2% for few quarters as supply bottlenecks during a global pandemic are basically there by design and it takes some time to solve them - but they will be largely resolved. Inflation is also temporarily high because there was a HUGE, temporary boost to aggregate demand in the form of credit creation via deficits and government sponsored bank lending. (..) Please realize that runaway inflation needs the government alone to create credit every year, and more of that every single year. Not only the direction of travel must be net deficits forever, but at an accelerating pace. Also, please realize you are implying the private sector will spend that money rather than pay back debt or save it. >50% of 2020-2021 stimulus was used for the latter...

In the '70s, you had potential growth at 3-4%, private sector appetite for credit, strong bargaining power due to labor unions and a labor intensive industrial age and no scalable, deflationary tech forces. How can you even compare the '70s to today? Here is what the bond market thinks of the "regime change" narrative encompassing runaway inflation and higher rates:

- *The spread between 10y and 2y inflation breakeven rate is negative.*
- *The bond market prices 2y inflation at 2.7% and 10y inflation at 2.3%, which basically means it strongly disagrees with the runaway inflation narrative medium-term.*

The US yield curve slope between 5y and 30y started compressing aggressively as soon as the Fed signaled their very first intention to (maybe!) remove some policy accommodation. The bond market knows potential growth is poor and the economy is way over-leveraged, and hence if short-end yields are repriced up (Fed tightening) then long-term yields have to drop to price in even slower nominal growth. Now, the bond market has been right about the structural deflationary forces for about...40 years and counting. The next decade has nothing to do with the '70s, and a lot to do with an over-leveraged and poor structural growth economy.“

Alfonso Peccatiello 2/2022

Inflation

Somit:

- Wir argumentieren aus der Sicht des **Fed**, die Situation bei EZB und SNB ist nicht vergleichbar, aber deren Zinsmärkte folgen trotzdem dem Leitmarkt USA
- **Inflationsexzess und Paradigmawechsel**: Basiseffekt kommt, aber Inflation > 2% dürfte bleiben, 7.9% Inflation hat alles verändert
- **Gefahr der Spirale**: Zudem droht eine Lohn/Preisspirale durch verfestigte Preiserwartungen
- **Primat der Inflation, Zinserhöhungen „what ever“**: Die Notenbank beugen sich dem Druck, die Zinsen zu erhöhen
- **Treiber mehrheitlich exogen**: Die meisten der wichtigen Inflationstreiber durch die Geldpolitik kaum zu bändigen: Lebensmittel, Öl, Commodities, Greenflation, Shelter, Deglobalisierung
- **Lags**: Geldpolitik arbeitet mit signifikanten Lags von 1-2 Jahren
- **Es sind Zinserhöhungen über die neutrale Rate notwendig um Gegensteuer zu geben**: Um die Inflation zu stoppen, muss die Notenbank vermutlich den Leitzins über die neutrale Rate setzen, und zwar so schnell wie möglich. Die neutrale Rate sieht das Fed selber bei 2%

“Combine inflation with supply chain issues, plus war-related energy and food shortages, and we have a very volatile mixture. Eventually, inflation will be brought under control and we will be back to a disinflationary/deflationary environment under the weight of a heavy debt load. But the current path the Fed is on could mean “eventually” is more than a few years.”

John Mauldin 3/2022

Konjunktur

Bringt die Corona-Öffnung wirklich das erhoffte starke Konjunkturwachstum? Es kommt einiges an Gegenwind auf:

a) Lieferketten

Das Chaos-Potential von China und neu Russland ist und bleibt enorm:

“Late last night, Interfax released a translation of a recently signed decree by President Vladimir Putin. The order reportedly includes a ban or restriction on exports outside of the Russian Federation of products or raw materials until 31 December 2022. The list of products and raw materials is yet to be identified. This is likely to cause further disruption for supply chains given how much of a key producer and exporter Russia is of raw materials. The major risk for the autos sector is Palladium, in our view, where Russia reportedly produces ~40% of the world’s supply, which is used in catalytic converters. Separately, the country produces 15% to 20% of the world’s titanium supply which is a major input for industrials, particularly A&D. Any restriction or outright ban of either would be catastrophic for production rates.”

BNP Paribas 3/2022

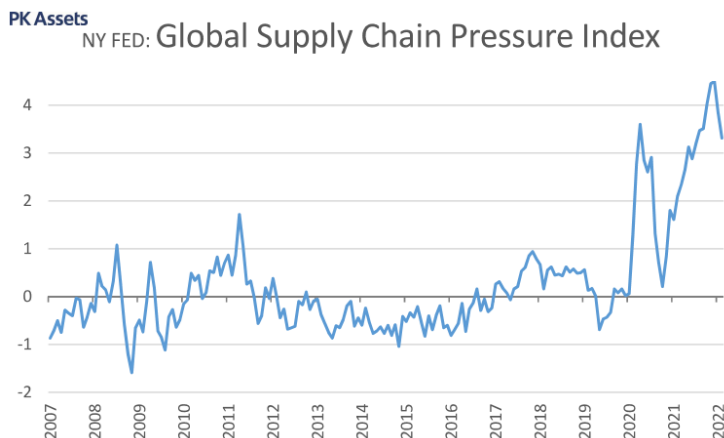
“The issue for China is that its Zero Covid policy — trying to stamp out any outbreak with a heavy shutdown — is ill-suited to dealing with the omicron variant. As it’s less deadly and more contagious than earlier variants, this more or less guarantees that China will need to impose more lockdowns and putting fresh stresses on the global economy. The population will find it that much harder to see why lockdowns are needed. There are good reasons why Ukraine dominates thoughts at present. But China is a far more important and inter-connected economy than Russia. And Covid, which started there, isn’t done with us yet.”

John Authers 3/2022

Es gibt Millionen von Unwägbarkeiten, Abhängigkeiten, Flaschenhälsen und Friktionen, die die Sanktionen für den Westen bald unerträglich teuer machen werden

“it doesn’t take much to disrupt production. The Financial Times had an interesting story last week about automotive wiring harnesses . Many European manufacturers source these from factories in Ukraine. It’s simply a little device to hold the various cables that snake through your car’s engine. They’re made to very precise specifications. Unable to get them, BMW and Volkswagen have idled entire plants since the war started. That means lost sales, profits, and wages.”

John Mauldin 3/2022



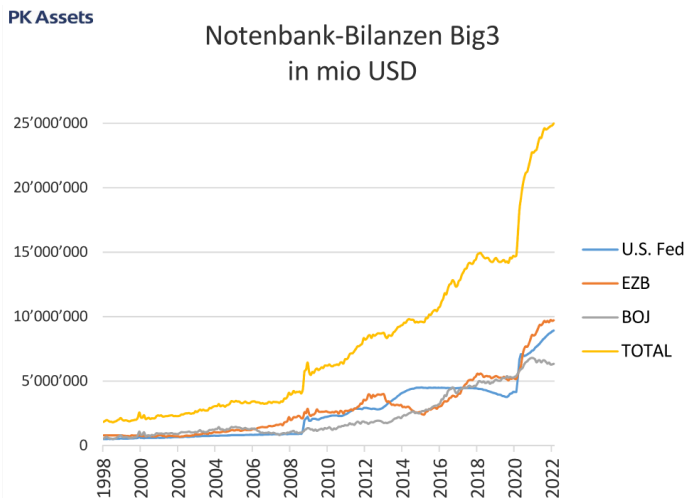
Die Lieferketten-Probleme sind da und könnten noch grösser werden

Konjunktur

Bringt die Corona-Öffnung wirklich das erhoffte starke Konjunkturwachstum? Es kommt einiges an Gegenwind auf:

b) Quantitative Easing / Tapering / Tightening

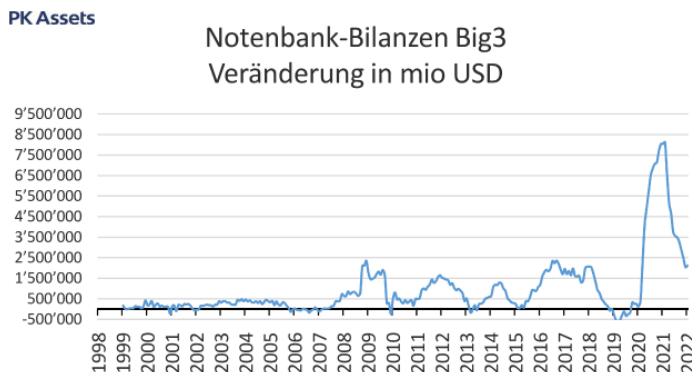
Das Tapering des Fed ist vollbracht, ab März werden netto keine neuen Anleihen gekauft; die Notenbank wird bald ihre Pläne zu Quantitative Tightening publizieren



Die Notenbank-Bilanzen sind heute viel grösser als jemals, desto grösser auch das Potential von Quantitative Tightening: Die Herausforderungen sind epochal

«Raphael Bostic, Präsident der Federal Reserve Bank of Atlanta sagte am 11. Januar in einem Interview mit Reuters, das Fed müsse 1,5 Bio. \$ an überschüssiger Liquidität aus dem System pumpen und sollte rasch beginnen, seine Bilanz monatlich um 100 Mrd. \$ zu verkürzen. Wie wir hier im Detail beschrieben haben, ist das vom Fed in Aussicht gestellte *Tempo der Liquiditätsverknappung ungleich höher* als im letzten Drosselungszyklus, der sich von 2013 bis 2019 erstreckte. (...) Damals, zwischen Ende 2017 und September 2019, schrumpfte das Fed seine Bilanz bloss um 710 Mrd. \$ oder 30 Mrd. \$ pro Monat: Was das Fed jetzt in Aussicht stellt, ist *viel, viel grösser*. Und wenn der historisch präzedenzlose Liquiditätseinschuss seit März 2020 die Aktienmärkte in die Höhe getrieben hat, dann muss davon ausgegangen werden, dass ein Liquiditätsentzug entsprechende Entzugserscheinungen hervorrufen wird.»

The Market 1/2022



Das Wachstum des Big 3 QE nimmt deutlich ab

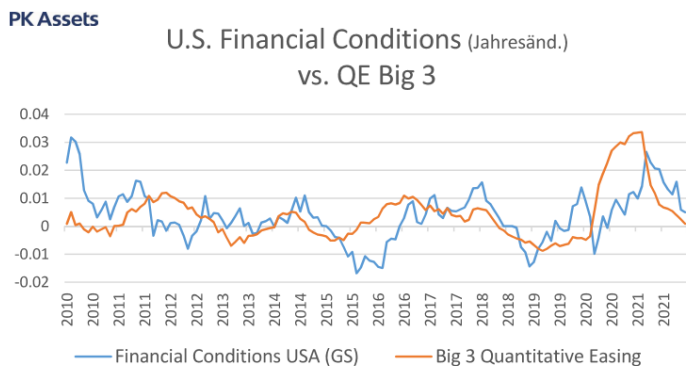
Das Wachstum ist wichtig bei QE/QT, nicht die Höhe, und es nimmt ab!

Konjunktur

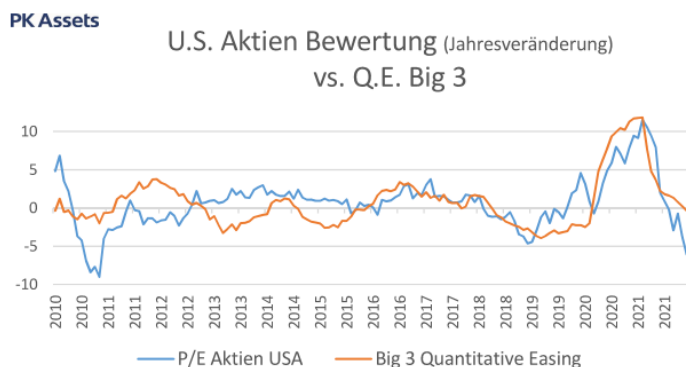
Bringt die Corona-Öffnung wirklich das erhoffte starke Konjunkturwachstum? Es kommt einiges an Gegenwind auf:

b) Quantitative Easing / Tapering / Tightening

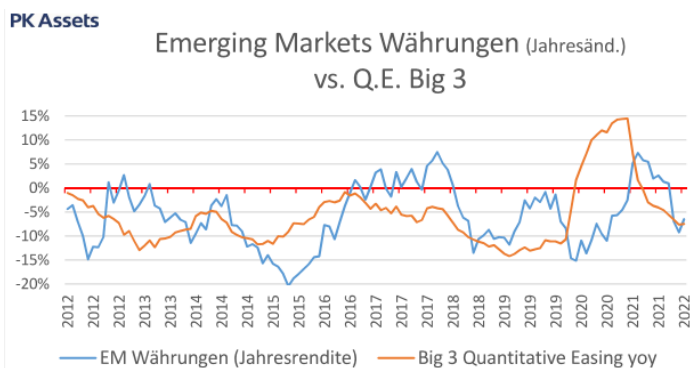
Die Notenbankbilanz ist zentral geworden für die Verfassung der Finanzmärkte: QT soll die Financial Conditions drosseln: Die Trennlinie zwischen Soft Landing und Crash ist dünn. Die Korrelationen von Änderung der Notenbankbilanz und Aktienbewertungen sind hoch:



„Das Wachstum der monatlichen Liquiditätszuschüsse der US-Notenbank (Fed), der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bank of Japan hat sich bereits deutlich verlangsamt. Bald schon wird es auf kumulierter Basis in den negativen Bereich rutschen: Diese Entwicklung führt an den Finanzmärkten zu Entzugserscheinungen, die sich in Form heftiger Turbulenzen äussern.“
The Market 1/2022



„Wenn das Fed seine alles andere als unsichtbare Hand von den Märkten zurückzieht, offenbaren sich die wahren Qualitäten der verschiedenen Anlageklassen; sie werden nicht mehr von der überschüssigen Liquidität verdeckt.“
Myret Zaki 2/2022



„Das letzte Mal, als die Zinskurve vor dem Beginn eines Straffungszyklus so flach war wie heute, war Anfang 1997. Damals schaffte es das Fed zu einer einzigen Zinserhöhung: Wenig später brach die Asienkrise aus, und im Herbst 1998 musste Fed-Chef Alan Greenspan mit der Russlandkrise und dem Zusammenbruch des Hedge Funds LTCM den Straffungszyklus abbrechen. (...) Das Instrument der Bilanzschrumpfung ist vollkommen unerprobt, es wurde nur 2018 in geringem Umfang eingesetzt (rote Fläche in der Grafik), und es führte damals zu heftigen Verwerfungen an den Börsen: Vergessen Sie deshalb nicht: Im Grunde haben die Fed-Leute keine Ahnung über die Wirkungsweise ihrer Politik. Sie fahren im Nebel.“
Mark Dittli, The Market 2/2022

„An den Börsen ist das letzte QT-Programm in ungueter Erinnerung. (...) Der S&P 500 verlor im Dezember 2018 gut 18% – worauf sich Yellens Nachfolger Powell Anfang 2019 gezwungen sah, eine Kehrtwende einzuleiten und das Experiment der geldpolitischen Straffung abzubrechen.“
Christoph Gisiger 3/2022

Konjunktur

Bringt die Corona-Öffnung wirklich das erhoffte starke Konjunkturwachstum? Es kommt einiges an Gegenwind auf:

b) Quantitative Tightening

QT wird allerdings nicht überall als einen Game Changer empfunden:

“Shall we freak out?”

No.

While QT sets the direction of travel to be very different from QE, there are four main pillows the US will be using to engineer a softer landing.

1. The starting point and the pace of QT: although nobody knows ex-ante what’s the amount of excess liquidity which holds the system comfortably together, reducing the balance sheet from \$9 trillion to \$7 trillion in a couple of years is unlikely to make everything blow up ceteris paribus.

2. The standing repo facility (see here): in July 2021, the Fed introduced a permanent repo facility which allows market participants to lend securities at Fed Funds rate plus 25 bps to the Federal Reserve in exchange for cash. While this might not be enough to fully shield the repo market from undue distress, it surely reduces tail risks.

3. The Treasury issuance strategy: as we discussed, the private sector will be called to absorb more securities (carrying duration and credit risk) while owning less reserves. The Treasury is likely to temporarily shift the issuance pattern towards bills, which carry very little duration and credit risk hence facilitating the private sector’s task.

4. The RRP release valve: additional bill issuance could be easily absorbed by money market investors, which are today instead placing \$1.6 trillion excess liquidity at the Reverse Repo Facility.

In a nutshell: watch the announcement on the pace of QT, the updated Treasury issuance strategy and how repo rates and credit spreads trade.

But don’t panic on QT headlines, please.”

Alfonso Peccatiello 2/2022

Wir entgegnen: Der Track Record von QT ist nicht gut

*“Beim letzten Zinserhöhungszyklus zwischen Ende 2013 und 2018 erhöhte die US-Notenbank erst ein Jahr nach Beginn des Taperings das erste Mal die Zinsen. Ihre Bilanz rührte sie sogar ganze vier Jahre nicht an. Ganz anderes heute: **Dieses Mal will die Fed alle drei Hebel innerhalb eines Jahres in Bewegung setzen.** Nur drei von 13 Fed-Zinserhöhungszyklen gingen gut aus: Dabei ist der “Track-Record” von Drosselungszyklen der Fed ohnehin schon alles andere als beruhigend. (..) In den Jahren 2017 und 2018 hatte die Fed innerhalb von zwei Jahren ihre Bilanz von 4,4 Billionen Dollar auf gerade mal 3,7 Billionen Dollar reduziert – und damit Turbulenzen an den Börsen ausgelöst.”*

Henning Hölder in Cash 3/2022

Konjunktur

Bringt die Corona-Öffnung wirklich das erhoffte starke Konjunkturwachstum? Es kommt einiges an Gegenwind auf:

c) Globale Liquidität M2

Die globale Liquiditätszunahme war bereits vor dem Ukrainekrieg am abflachen, und der Krieg könnte das Wachstum von M2 komplett erliegen lassen

„Russland wird in eine Depression fallen und von der Weltwirtschaft isoliert werden; ich rechne mit einem historisch einmaligen Einbruch der russischen Wirtschaftsleistung im zweistelligen Prozentbereich. Die daraus entstehenden Zahlungsausfälle und Liquiditätsengpässe können auf das europäische Finanzsystem ausstrahlen. Damit werden die Banken vorsichtiger, was bedeutet, dass das **Kreditsystem die Liquidität verknappen wird.**“

Felix Zulauf in *The Market* 3/2022

„The velocity of money is now back at Great Depression levels. This is due in part to an overwhelming debt burden. We run massive deficits, increasing our debt, and somehow think we won't turn Japanese. Contributing to this is the **inability of banks to find creditworthy borrowers even though they're awash with capital.** Banks shouldn't lend without reasonable certainty of being repaid, and in today's environment that's difficult.“

Felix Zulauf in *The Market* 3/2022

„periods of a war are not typically when financial institutions, banks, etc. become sort of liberal with their lending. (...) And if you combine that with a central bank that is supposedly still on course for quantitative tightening and interest rate hikes, it's gonna be, I know we overuse that word 'interesting,' but I really don't know how else to describe it because of all the **uncertainty** involved, but it is certainly going to be an interesting moment.“

OddLots Bloomberg 3/2022

„Der Optimismus ist verfliegen, die Erholung verliert an Kraft. Noch im Oktober war der Internationale Währungsfonds (IMF) für 2022 von einem kräftigen **Wachstum der Weltwirtschaft** um fast 5 Prozent ausgegangen. Doch nun krepfen die IMF-Ökonomen zurück und haben ihre Prognose am Dienstag um einen halben Prozentpunkt **zurückgenommen.**“

NZZ 1/2022

Global M2



Das Wachstum ist wichtig bei M2, nicht die Höhe, und es nimmt ab!

Konjunktur

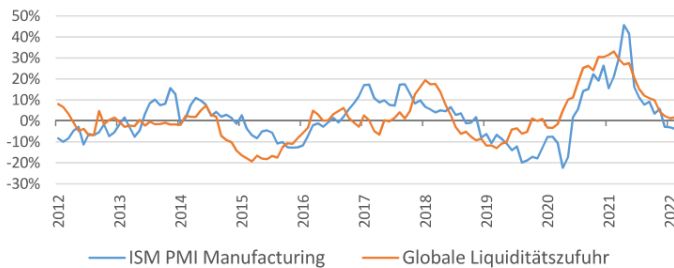
Bringt die Corona-Öffnung wirklich das erhoffte starke Konjunkturwachstum? Es kommt einiges an Gegenwind auf:

c) Globale Liquidität M2

Das von den Notenbanken kreierte «Geld» via Quantitative Easing kommt nicht an in die Realwirtschaft, weil es reine Reserven der Geschäftsbanken sind bei der Zentralbank. Dieses Geld wird nicht weiterverwendet für Ausleihungen an die Realwirtschaft. Deshalb manipuliert QE/QT auch nicht die Geldmenge M2, sondern bloss die Finanzmärkte.

PK Assets

US ISM Manufacturing (Jahresänd.)
vs. Wachstum Globales M2



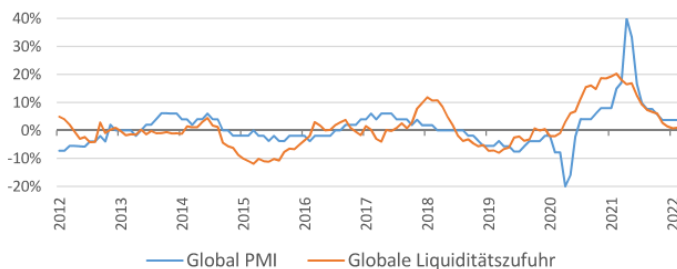
Für die Konjunktur massgebend ist M2, und das Wachstum war bereits vor der Ukraine schwach und zyklisch nach unten gerichtet

Der U.S. und der globale PMI korreliert gut mit dem Wachstum des Globalen M2:

Die Banken richten sich beim Kreditentscheid an die Bonität des Kreditnehmers und an die Profitabilität der Ausleihung, nicht an die Grösse ihrer Reserven bei den Notenbank.

PK Assets

Global PMI (Jahresänd.)
vs. Wachstum Globales M2



Angesichts des Trends ist von einer signifikanten Dämpfung der Konjunktur auszugehen

Konjunktur

Bringt die Corona-Öffnung wirklich das erhoffte starke Konjunkturwachstum? Es kommt einiges an Gegenwind auf:

d) Emerging Markets

Immer dann, wenn die USA die Zinsen erhöht ist der Teufel los in den Emerging Markets:

“The prospect of higher U.S. interest rates, which the Fed is promising to deliver this year and next, has typically been a recipe for trouble in developing economies, especially when it results in a stronger dollar. The so-called taper tantrum of 2013 and Mexico’s 1990s crash stand out in the history books. (...) Unless emerging markets raise rates as well, putting the brakes on their own recoveries, there’s a risk of capital flight that weakens currencies and makes debt-servicing harder.”
Bloomberg 1/2022

Emerging Markets kassieren einen Double Whammy: Hohe Inflation und einen Währungseinbruch:

“the combination of higher prices for agricultural commodities with weaker emerging market currencies could have a lethal effect on the emerging world”
John Authers 3/2022

“Das hohe Dollar-Exposure ist denn auch ein Hauptgrund für die globalen Auswirkungen, die damit einhergehen, wenn das Fed die Zinsen anhebt. In den Schwellenländern besteht die Notwendigkeit für eine Straffung der Geldpolitik momentan weniger wegen der lokalen Wirtschaftsbedingungen, sondern mehr wegen des drohenden Kapitalabflusses und der Abwertung der Währung, wenn die Geldpolitik nicht auf die Entwicklungen in den USA abgestimmt ist.”
Raghuram Rajan 2/2022

Einige Regierungen in den EM stehen vor schwierigen Zeiten

“not yet getting as much attention as it should, is the very real possibility of global food shortages. Russia and Ukraine are both major grain exporters. Spring planting season will be difficult for farmers in the battle zones. Meanwhile the same economic sanctions that hinder Russian energy exports will have a similar effect on agricultural goods. That’s why wheat futures prices have been hitting their daily limit. (...) Egypt’s food crisis. The staple diet in that nation of 105 million people relies on large imports of wheat and sunflower oil. Some 85% of the wheat comes from Russia and Ukraine, and 73% of the sunflower oil. No surprise, Egypt’s government is not aboard the sanctions train. It has no choice. Food is first, particularly in a country where food inflation has brought down more than one regime. The opposite is more normal; Cairo heavily subsidizes food prices to maintain order. How is that going to work now, with dramatically higher import prices and a worldwide recession to boot? If Egypt continues subsidizing food, which is likely, it will cost the country multiple billions of dollars that it really doesn’t have. Now, multiply this challenge by dozens of other developing countries.”
John Mauldin 3/2022

Der Krieg – und die Sanktionen! – könnten einen Backlash in den armen Teilen der Welt auslösen:

“Try and get insurance on a ship going into the Black Sea, with up to 25% of some agricultural products like wheat coming from Ukraine and Russia. Corn has to be planted in Ukraine in the next 30 to 60 days. You want to bet it will happen? Egypt gets up to 80% of its wheat from Ukraine. Wheat is up 40% this week. Wheat futures have been “limit up” for four days. We don’t know what the price will settle at, except it will be the highest ever.”
John Mauldin 3/2022

Konjunktur

Bringt die Corona-Öffnung wirklich das erhoffte starke Konjunkturwachstum? Es kommt einiges an Gegenwind auf:

e) China

China ist weiterhin in der Lage, für ein Kreditwachstum zu sorgen. Aber für ein Spektakel vergleichbar mit nach 2008 ist es wohl weder fähig noch willens: China hold die Kastanien nicht aus dem Feuer

„China ist in einer ähnlichen Situation wie Japan 1990: Jahrelange Über- und Fehlinvestitionen haben zu einem riesigen Berg fauler Kredite und schwacher Bilanzen geführt, was das Bankensystem schwächt. Chinas Bankensystem verfügt über nur 2% Eigenkapital, die notleidenden Kredite werden offiziell mit 2,5% ausgewiesen, aber die wahre Rate dürfte wohl gegen 4% liegen, während die Rendite auf den Aktiven bloss 2% beträgt – eine katastrophale Ausgangslage. Ungefähr in diesem Zustand befanden sich Japans Banken 1990. Da steht ein jahrelanger Restrukturierungsprozess bevor, weshalb Peking nicht einfach einen neuen Boom herbeizaubern kann.“

Felix Zulauf in *The Market* 3/2022

„China is trying to shift its economy away from export dependency and toward the consumer. That transition has been steadily happening, although perhaps not as fast as the authorities would have liked. (...) But the critical question for the rest of the world (and probably for China itself) concerns what the monetary authorities intend to do about the problem. In late 2008, a massive splurge of liquidity from the People's Bank of China was vital in helping the rest of the global economy pick up from the crisis. Ever since, there has been a clear link between the PBoC's injections of money into China and global economic activity as a whole. (...) So far, there is little sign of the PBoC relenting and opening the sluice gates. This could change with an intensification of the Covid outbreak in China, or evidence that the property bust is becoming systemic.“

John Authers 3/2022

China hat zu hohe Schulden und eine Wirtschaft voller Moral Hazard. Und es will mit dem Yuan eine Alternative zum verhassten Dollar bieten. China kann den Credit Impuls nicht beliebig hoch jagen.

„For a year now, the emphasis has been on getting China's financial house in order. That means tight financial conditions and being prepared to put up with a declining stock market. But there are limits, and after a rout in Chinese stocks across the world, it appears that the limit has been reached. Previously, China had put up a plausible stance that it didn't care if western investors couldn't invest there. But it does need capital, and it doesn't need a wholesale market collapse.“

John Authers 3/2022

„For a year and a half, Chinese authorities have been trying to reduce property prices, leverage, and the economy's

PK Assets

China Credit Impulse



less spread, from China Evergrande Group to Kaisa Group Holdings Ltd. and others, the first signs of a shift toward policy easing emerged last year. (...) Probably no country has ever tried to deliberately scale down a sector that was both so overvalued and so critical to economic growth. Real estate and related industries account for more than a quarter of China's gross domestic product by some estimates. That makes this a bold, and risky, experiment. (...) The property industry, meanwhile, sucks up huge amounts of debt capital: about 27% of loans in the local currency as of September (down from a 2019 peak of 29%), according to People's Bank of China data.“

Matthew Brooker in *Bloomberg* 2/2022

Inflation & Konjunktur

Somit:

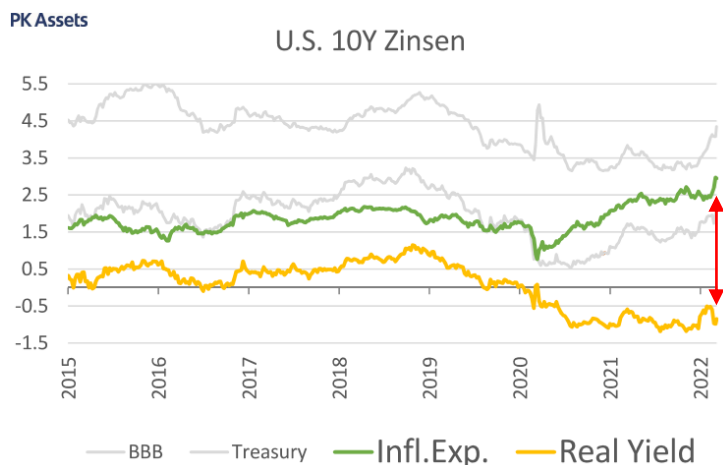
- Wir argumentieren aus der Sicht des **Fed**, die Situation bei EZB und SNB ist nicht vergleichbar, aber deren Zinsmärkte folgen trotzdem dem Leitmarkt USA
- **Inflationsexzess und Paradigmawechsel**: Basiseffekt kommt, aber Inflation > 2% dürfte bleiben, 7.9% Inflation hat alles verändert
- **Gefahr der Spirale**: Zudem droht eine Lohn/Preisspirale durch verfestigte Preiserwartungen
- **Primat der Inflation, Zinserhöhungen „what ever“**: Die Notenbank beugen sich dem Druck, die Zinsen zu erhöhen
- **Treiber mehrheitlich exogen**: Die meisten der wichtigen Inflationstreiber durch die Geldpolitik kaum zu bändigen: Lebensmittel, Öl, Commodities, Greenflation, Shelter, Deglobalisierung
- **Lags**: Geldpolitik arbeitet mit signifikanten Lags von 1-2 Jahren
- **Zinsphantasie steigt über die neutrale Rate**: Um die Inflation zu stoppen, muss die Notenbank vermutlich den Leitzins über die neutrale Rate setzen, und zwar so schnell wie möglich. Die neutrale Rate sieht das Fed selber bei 2%
- **Gegenwind für die Konjunktur**: Kommt die erhoffte Hausse mit der Öffnung nach der Pandemie? Trotz Krieg, Quantitative Easing und fallendem Wachstum von M2?
- **Rezessionsnarrativ bekommt Traktion**: Es wird zwar im Markt immer noch von einem Wirtschaftswachstum über Trend ausgegangen, aber die Rezessionsängste nehmen zu

Policy Error?

Zinserhöhungen bei Impotenz der Notenbanken, Ende des QE und schon bald QT, heftiger Gegenwind in der Konjunktur: Machen die Notenbanken einen Policy Error?

a) «Stagflation»

Stagflation ist in aller Munde. Die 70er Jahre werden bemüht



„Markets unambiguously view the last week as increasing the risk of **stagflation**, a rare combination of high inflation and a recession. Almost 50 years on, the idea is that a war followed by deliberate restrictions on trade in oil will mirror the effects of the 1973 Yom Kippur War and subsequent oil embargo....“

Der Zinsmarkt preist zunehmend ein solches Szenario ein: Tiefere Realzinsen, höhere Inflationserwartungen, flachere Zinskurven

...This shows up most dramatically in **real yields**, where all the increases driven by the hawkish pivot at the Fed have been undone. Ten-year inflation-linked

yields are **back at historically extreme lows** that suggest near-certainty about protracted stagnation: Vladimir Putin has succeeded in undoing Jerome Powell's handiwork in a week. Meanwhile, five-year inflation **breakevens have touched the highest in the 20 years** they've existed, while the **yield curve is flattening** as swiftly as it has ever done.“

John Authers 3/2022

Krieg und Sanktionen machen dieses Szenario wahrscheinlicher:

„Ending the war might not end the sanctions. The sanctions could even get tighter. The permutations are endless, and that makes international business planning highly risky, if not impossible. (...) In the grand scheme of things, Russia is a relatively small economy—comparable to Italy (smaller than Texas). But its key position as a top energy supplier makes the country more important than its size would imply. (...) **The resulting instability in a highly leveraged complex system will have negative effects.** For one, now no one knows who they can **trust**. Your counterparty may look like it has a fortress-like balance sheet. But if some of it falls in the sanctions' crosshairs, it could **evaporate overnight**. Trading institutions will handle this by demanding more and better collateral. Where will the collateral come from? It all gets messy very fast.“

John Mauldin 3/2022

Stagflation potenziert die Anzahl Verlierer. Und: Eine Stagflation tut mehr weh als eine Rezession:

„Stagflation ist eine äusserst unangenehme Kombination, denn sie ist **doppelt schädlich**: Steigende Preise senken die Kaufkraft. Und das geringe Wirtschaftswachstum erhöht die Arbeitslosigkeit. Das birgt **politischen Zündstoff**. Nicht nur die Entlassenen gehören zu den Verlierern, sondern auch all jene, die über keine finanziellen Reserven verfügen, um die kurzfristige Verteuerung von Energie und Lebensmitteln verkraften zu können. Das sind selbst im reichen Westeuropa viele. Sie werden sich zu wehren wissen.“

Tobias Straumann in NZZ 3/2022

„Most recessions are deflationary events. Consumer prices decline as growth weakens. That's one of the qualities that makes them bearable, though not pleasant. Your income falls but so do your living costs. Stagflation isn't like that. **Your income falls while your living costs rise**—in this case due mainly to higher energy costs.“

John Mauldin 3/2022

Policy Error?

Zinserhöhungen bei Impotenz der Notenbanken, Ende des QE und schon bald QT, heftiger Gegenwind in der Konjunktur: Machen die Notenbanken einen Policy Error?

b) Zinskurven-Verflachung / Inversion der Zinskurve

Die Zinskurven verflachen sich in jedem Zinserhöhungszyklus, die Situation nennt sich Bear-Flattening und wird als normal angesehen

"It should come as little surprise that the U.S. yield curve has flattened in the wake of Wednesday's Fed meeting; it's what bond markets do when a central bank is hawkish. (...) When the Fed is telling you outright that it thinks policy will become restrictive next year, is it any wonder that the curve careens toward inversion?"

Cameron Crise 3/2022

Etwas merkwürdiger allerdings ist es, wenn sich die Zinskurve bereits vor dem ersten Zinserhöhungstermin so dramatisch verflacht wie im Vorlauf zum März-FOMC-Termin. Dies deutet darauf hin, dass etwas mit der Konjunktur nicht stimmt:

"Goldman Sachs Group Inc.'s economists warned the probability of a U.S. recession in the next year may be as much as 35% as they cut their forecasts for growth due to the hit from soaring oil prices and other fallout from the war in Ukraine."

Bloomberg 3/2022

*"The front-end of the yield curve needs to price an incoming potential hiking cycle from central banks, and it needs to incorporate some risk premium for this hiking cycle to happen sooner and be more intense than previously anticipated. But **this hiking cycle is supposed to happen while the cyclical growth impulse has already weakened**, hence leading to a less uncertain outcome for long-term nominal growth: it's indeed very likely that this central bank tightening **will consolidate an already weak long-term nominal growth trend**. Therefore, investors in long-term government bonds can demand less term and risk premium to own this asset as the probability distribution of future outcomes for long-term nominal growth is now even less uncertain: it's going to be poor."*

Alfonso Peccatiello 2/2022

Noch etwas anderes ist eine Inversion der Kurve. Welche Punkte auf der Zinskurve man nimmt, ist umstritten, aber insgesamt wird die Zinskurve als tauglichster Vorlauffaktor für eine Rezession angesehen

"Powell instructed us that his preferred way of looking at the Treasury yield curve is not focused on the two-year to 10-year spread, which is rapidly moving toward zero. Instead, he favors the shorter end of the money-market curve, where there's still a 180 basis-point differential to longer yields. The size of that gap suggests recession may not be imminent, and explains why Powell stressed the tightness of the labor market as explaining why he is prioritizing the need to curb inflation over the risks to growth."

Bloomberg 3/2022

"Curve flattening has raised the specter of an inversion -- a historic signal from the bond market that a recession is likely in 12 to 18 months. The last inversion occurred in 2019 after a series of Fed rate hikes."

Bloomberg 3/2022

"The theory here is that when the curve inverts, bank funding costs exceed (or significantly approach) the yields on bank assets, causing them to pull back on lending and stifling the economy into a contraction."

John Mauldin 2/2022

Policy Error?

Zinserhöhungen bei Impotenz der Notenbanken, Ende des QE und schon bald QT, heftiger Gegenwind in der Konjunktur: Machen die Notenbanken einen Policy Error?

b) Zinskurven-Verflachung / Inversion der Zinskurve

Die Notenbanken scheuen eine inverse Zinskurve wie der Teufel das Weihwasser, weil sie nach «Politikfehler» riecht.

“Rates Markets Losing Faith in Fed’s Soft-Landing Scenario: Hopes for a soft landing for the U.S. economy are fading in the bond market. The Treasury yield curve is hurtling toward an inversion and traders have added to bets on interest rate cuts as soon as next year. They’re growing more concerned that a rapid-fire series of hikes from the Federal Reserve could cause a recession, following Chair Jerome Powell’s willingness to act more aggressively to get ahead of resurgent inflation. (...) The eurodollar futures curve -- a proxy for the direction of the Fed’s policy rate -- shows a peak in June of next year, followed by the equivalent of almost two 25 basis point rate cuts by December 2024.”

Bloomberg 3/2022

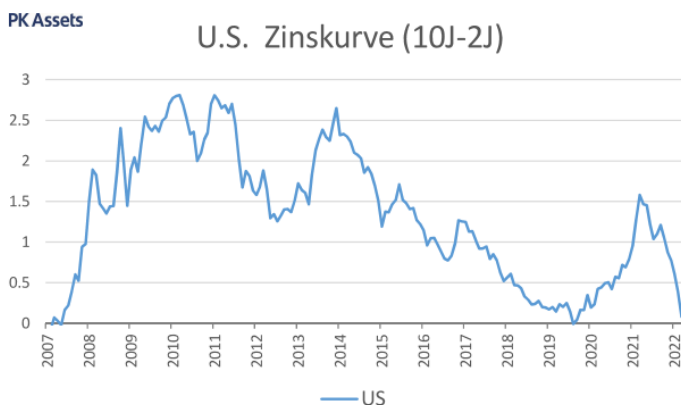
Egal wie man es dreht und wendet, der Zinsmarkt sieht einen klaren Policy Error im Falle der USA!

Was tun? Das Commitment des Fed tönt echt, don’t fight the Fed? Sollte sich das Fed an der Inversion stören, dann kann sie diese mit einem Federstrich auflösen: Das Fed besitzt USD 9 Billionen an Treasuries, verkauft sie einen Teil der langen Bonds, dann steigen die Renditen am langen Ende.

“Message received loud and clear. Federal Reserve Chair Jerome Powell had his foghorn out on Tuesday blaring that there is nothing, repeat nothing, to stop policymakers from yanking interest rates up in half-point steps. His hawkishness prompted the yield curve to flatten to levels not seen since 2016, setting off alarm bells about a potential inversion - where shorter-dated levels rise above longer-term rates - signaling recession. (...) Whisper who dares, but this time is also different. With a Fed balance sheet of \$9 trillion after more than a decade of quantitative easing, there are more tools at the central bank’s disposal than just hiking the Fed funds rate. By owning so much of the bond market, it can steer longer-dated yields by choosing which maturities to buy and sell as it unwinds its bond-buying program. (...) merely reminding traders and investors that the central bank has bonds available to sell would do a lot of work in putting some steepness back into the overall shape of the yield curve. This would be the very definition of the “nimble” approach Powell has emphasized several times that he

intends to pursue. In the wake of the global financial crisis, the Fed chair’s predecessors created a range of unconventional monetary tools; he can now use them to herd bond yields as he sees fit.”

Marcus Ashworth in Bloomberg 3/2022



Policy Error?

Zinserhöhungen bei Impotenz der Notenbanken, Ende des QE und schon bald QT, heftiger Gegenwind in der Konjunktur: Machen die Notenbanken einen Policy Error?

c) Inflationserwartungen: Eine Sache des Vertrauens

Policy Error hin oder her, das Fed (und die EZB) kämpft um das Vertrauen. Das Fed kann sich nicht erlauben, die Inflationserwartungen zu stark und zu schnell steigen zu lassen:

Das Fed und der Zinsmarkt interessieren sich weniger für das CPI, sondern v.a. für die Inflationserwartungen:

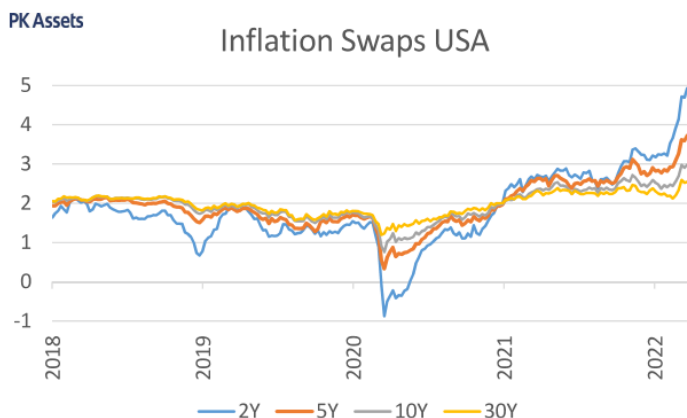
“As markets are forward looking, so should we: instead of focusing on spot inflation swaps, why don't we have a look at what markets are pricing in down the road and what is the market-implied probability distribution for future outcomes?”
Alfonso Peccatiello 3/2022

“CPI is the past. Worse, it's not even a very accurate past. But whatever it was, it's over. If you're making some kind of financial decision you have to assume what inflation will be going forward.”
John Mauldin 2/2022

Die Doktrin der Inflationserwartungen beherrscht die Bondmärkte, ist aber kaum erforscht:

«The inflation expectations doctrine: The idea is that if a central bank can convince businesses and consumers it will maintain low and stable inflation, then it won't have to do much else. That's because expectations about where prices are headed are thought to be a major driver of inflation itself. If workers don't anticipate higher inflation, they won't demand bigger wage increases to make up for their lost purchasing power. Nor will they rush to go out and buy things because they expect them to increase in price, leading to a self-perpetuating upward spiral. (...) There's just one big problem. Despite a strong belief among economists and central bankers that, beyond short-term movements in prices, inflation expectations are a major cause of inflation, no one really knows for sure how those expectations are formed, let alone how interest-rate decisions influence them.»
Bloomberg Businessweek 1/2022

Das Credo ist: Je länger die Inflation hoch bleibt, desto grösser die Gefahr von steigenden Inflationserwartungen; genau das scheint jetzt zu passieren



„Durch den Krieg in der Ukraine hat sich das Inflationsproblem nun weiter verschärft. (...) Die ohnehin hohen Inflationsraten etwa in den USA und im Euro-Raum könnten daher weiter steigen – oder länger als bisher gedacht auf hohem Niveau verharren. Das muss Zentralbanken noch nicht zwingend beunruhigen, wenn der Preisanstieg bei Rohstoffen nur als temporärer Schock betrachtet wird. Doch je länger die Inflation aussergewöhnlich hoch bleibt, desto stärker beeinflusst dies auch die Erwartungen der Wirtschaftsteilnehmer. Und dies kann dazu führen, dass sich die Inflation dauerhaft verfestigt, etwa über höhere Lohnforderungen.“
NZZ 3/2022

Policy Error?

Zinserhöhungen bei Impotenz der Notenbanken, Ende des QE und schon bald QT, heftiger Gegenwind in der Konjunktur: Machen die Notenbanken einen Policy Error?

c) Inflationserwartungen: Deanchoring?

Die Inflationserwartungen drohen ausser Kontrolle zu geraten. Ist das de-anchoring schon da?

Ist das jetzt der Blow Out?

«For two decades, inflation expectations have been “well-anchored,” in the central banking argot. Bond market forecasts for the next five years stayed below 3%, and for the next 10 years below 2.75%. Those **thresholds have now been decisively breached**. The importance of expectations in creating inflation is the subject of controversy, but this certainly gives the Fed a strong incentive not to desist. **It looks as though inflationary psychology is getting out of hand, so** it behooves the central bank to counter that. Market-based expectations for how the Fed moves its target fed funds rate have also broken out. The shift in expectations has come with breathtaking swiftness. (..) Bear in mind that as the year began, CPI had already topped 7% for the first time in four decades. It’s remarkable both how long it took for investors to come around to expecting a sharp monetary tightening, and how swiftly that realization has now taken root.“

John Authers 3/2022

Noch nicht: Die Inflationserwartungen sind jetzt dort, wo sie vor der Grossen Finanzkrisen waren, und die Financial Conditions würden einen Vertrauensverlust sofort anzeigen:

«Various measures of such expectations have moved up, but only **back to where they were a decade or so ago**, and those levels did **not prove problematic**. Second, over the next year or so, adverse shocks (such as supply-chain snarls and energy-price shocks) need to stop boosting inflation. There are significant risks to both of these preconditions, but both are plausible as a base case.“

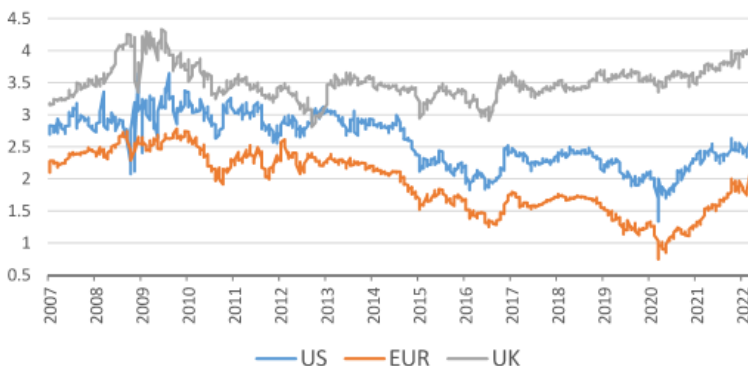
Bloomberg 3/2022

“If central banks have actually lost control of the tools they use to stabilize economies, one might expect financial conditions to be roiled. That’s not happening, even with the economic and market disruption caused by Russia’s invasion of Ukraine and the ensuing global sanctions against President Vladimir Putin’s war.“

Matthew Winkler in Bloomberg 3/2022

PK Assets

Inflationserwartungen 5Y/5Y



Aber die Inflationserwartungen, auch die längerfristigen, wachsen jetzt so schnell, dass man von 50-bips-Schritten ausgeht bei den nächsten FOMC-Meetings

Policy Error?

Zinserhöhungen bei Impotenz der Notenbanken, Ende des QE und schon bald QT, heftiger Gegenwind in der Konjunktur: Machen die Notenbanken einen Policy Error?

d) Fallendes Potentialwachstum: Japanifizierung?

Dies ist ein strukturelles Thema, das hohe (Leit-) Zinsen generell quasi unmöglich machen soll: Demographie, Schulden, Versäumnisse bei Antitrust und entsprechende Oligopolisierung der Wirtschaft, Zombifizierung, oder summa summarum: Japanifizierung

“Japan has all the answers you need: Lower real interest rates and credit creation help generating (the illusion of) increasing wealth: can it go on forever? Japan says “not really”. Japan has: Embarked in (once considered) unorthodox monetary policy already 20 years ago, continuously run fiscal deficits (yes, really) since 1993, been the first to experience a relentless drop in risk-free real yields; endured the effects of a poor labor force growth already in the ‘90s. Although no economy is the same and there are relevant differences between the Japanese and the US or European macro setup, we can learn quite a few things by studying what happened in a jurisdiction that experimented with QE and “QE + fiscal” already 20-30 years ago. (..) If you forget about cycles for a moment, our economic system (the pie) is structured to grow organically as few factors (the main ingredients) interact together. The main ingredients are labor supply and total factor productivity. Japan was one of the first large developed economies to run out of the “labor supply growth” ingredient. (..) Japan has been a pioneer in both credit creation and “unorthodox” monetary policy. By looking at their 40+ combined years experience in both fields, we learnt that:

- *When the economic pie starts shrinking, authorities go for sharp credit creation*
- *Sharp credit creation with organic participation from the private sector leads to increased asset prices, but also to a pick-up in GDP and inflationary pressures*
- *Additional leverage bears increasing debt servicing costs; if real yields are not kept in check, the system breaks*
- *If the private sector refuses to participate in credit creation, “fiscal deficits + QE” can only be a suboptimal band-aid to keep the system afloat.*
- *Japan did not manage to keep real yields on a declining trend over the last 6-7 years.*

And we know what happens when the private sector is overleveraged and real yields don't decline anymore. Can the EU and the US fix this?”

Alfonso Peccatiello 2/2022

“Capitalism without Competition”

“Capital is now so cheap and abundant it has become a plaything of the masses. If shareholders don't care whether the business works, the whole “maximizing shareholder value” concept loses its meaning. Sadly, too many executives can stop worrying about long-term growth and efficiency and simply milk their assets for short-term gain. One way they do that is to borrow some of that cheap capital and simply buy competitors, or those they think might become competitors in the future. This lets them raise prices and expand profit margins. (..) This was once more difficult because the government tried to prevent “anticompetitive” business combinations. The 1890 Sherman Antitrust Act gave it that power and Washington wielded it aggressively (sometimes too much so) for many decades. It broke up large monopolies like railroads, oil companies, the Bell System, etc. More recently it forced Microsoft to open its operating system to alternative web browsers. Looking back, I think the Microsoft case had deeper effects than realized at the time. A deep-pocketed industry began seeing government as a barrier, and started investing some of its abundant capital in political influence. It worked, too. Washington adopted a more laissez-faire attitude, allowing today's tech giants to carve out highly profitable niches in which they face little competition”

John Mauldin 2/2022

Policy Error?

Zinserhöhungen bei Impotenz der Notenbanken, Ende des QE und schon bald QT, heftiger Gegenwind in der Konjunktur: Machen die Notenbanken einen Policy Error?

d) Fallendes Potentialwachstum: Passt nicht zu hohen Leitzinsen

“Capitalism without Competition”

“The US now has many industries with only three or four competitors controlling entire markets. Since the early 1980s, market concentration has increased severely. We’ve already described the airline industry. Here are other examples:

- *Two corporations control 90 percent of the beer Americans drink.*
- *Five banks control about half of the nation’s banking assets.*
- *Many states have health insurance markets where the top two insurers have an 80 percent to 90 percent market share. For example, in Alabama one company, Blue Cross Blue Shield, has an 84 percent market share and in Hawaii it has 65 percent market share.*
- *When it comes to high-speed internet access, almost all markets are local monopolies; over 75 percent of households have no choice with only one provider.*
- *Four players control the entire US beef market and have carved up the country.*
- *After two mergers this year, three companies will control 70 percent of the world’s pesticide market and 80 percent of the US corn-seed market.”*

It gets worse. My friend and extraordinarily successful venture capitalist Joe Lonsdale wrote a Wall Street Journal op-ed this last week. Joe is as pro-capitalist as one can possibly get, but he points out that Amazon’s cloud service business plus its advertising business is extraordinarily profitable and lets their online product sales operate a multibillion dollar loss. No new competitors can afford to compete with someone willing to lose billions of dollars to maintain market share.”

John Mauldin 2/2022

Der Ausweg: Immer tiefere Realzinsen

*“servicing a mountain of (often unproductive) leverage is expensive. Inflation-adjusted servicing costs are relevant for borrowers: while you pay nominal interest rates to service your debt, inflation reduces the real amount of your due future liability. Hence, **real interest rates** are the relevant metric to look at. **The trick here is simple, but genius: lower real interest rates.** Here, it’s important for you to understand that the **downward trend in (real) interest rates since the ‘80s is a feature of our monetary system**, rather than merely the result of monetary policy actions. True, Central Banks have gone the extra mile in cutting short-term nominal interest rates and embarked in once-considered unorthodox monetary policy (e.g. QE) but the equilibrium real interest rates would be very low anyway. Equilibrium is the key word here. Short recap:*

- *Our economic system produces poorer and poorer long-term economic growth due to low population growth and stagnant productivity*
- *To achieve politically and socially acceptable growth rates in the short-term, we continue to leverage up both in the private and public sector*
- *Real interest rates drop further and further to keep the system afloat: Central Banks accommodate this process with monetary policy actions.”*

Alfonso Peccatiello 2/2022

Financial Conditions

Die «Financial Conditions» sind der Transmissions-Riemen für die Notenbank: Das bedeutet wahlweise:

- Höhere Realzinsen
- Höhere Spreads
- Stärkere Währung
- Schwächere Aktien

Müssen die Financial Conditions massiv restriktiver werden, um diese Inflation runter zu bringen?

«Free Money = Greed; expensive money = Fear»

*“there was an interesting question from Bloomberg economics reporter Rich Miller about financial conditions, and whether a tightening of conditions (through lower stock prices, higher credit spreads and higher bond yields) was a welcome development. And basically Powell’s answer was that **yes, monetary policy works through financial conditions, and so tighter financial conditions are the means via which the new policy stance will constrain inflation.**”*

Bloomberg 3/2022

«The clear signaling by the Fed of multiple hikes ahead, among other factors, has already caused financial conditions to tighten noticeably. The average rate on 30-year mortgages is up a full percentage point since the beginning of the year, the nominal exchange value of the dollar has returned roughly to pre-Covid levels, and equity prices are 10% off their peak (though still way up from the pre-pandemic peak). A Bloomberg index of financial conditions that summarizes many different financial indicators now stands at the tighter end of the range that prevailed during the several years before Covid.»

Bloomberg 3/2022



Inflation, Konjunktur & Zinsmarkt

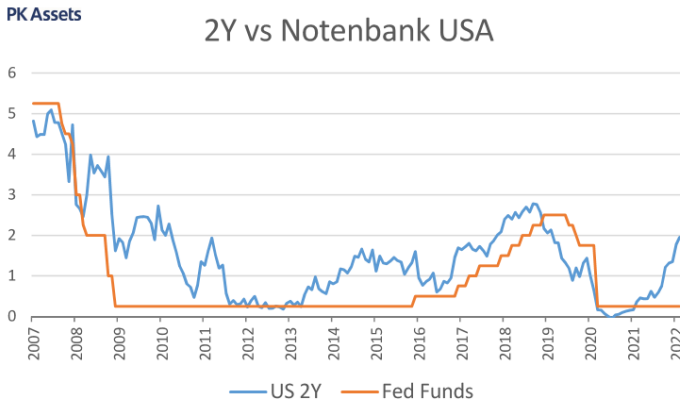
Somit:

- Wir argumentieren aus der Sicht des **Fed**, die Situation bei EZB und SNB ist nicht vergleichbar, aber deren Zinsmärkte folgen trotzdem dem Leitmarkt USA
- **Inflationsexzess und Paradigmawechsel**: Basiseffekt kommt, aber Inflation > 2% dürfte bleiben, 7.9% Inflation hat alles verändert
- **Gefahr der Spirale**: Zudem droht eine Lohn/Preisspirale durch verfestigte Preiserwartungen
- **Primat der Inflation, Zinserhöhungen „what ever“**: Die Notenbank beugen sich dem Druck, die Zinsen zu erhöhen
- **Treiber mehrheitlich exogen**: Die meisten der wichtigen Inflationstreiber durch die Geldpolitik kaum zu bändigen: Lebensmittel, Öl, Commodities, Greenflation, Shelter, Deglobalisierung
- **Lags**: Geldpolitik arbeitet mit signifikanten Lags von 1-2 Jahren
- **Zinsphantasie steigt über die neutrale Rate**: Um die Inflation zu stoppen, muss die Notenbank vermutlich den Leitzins über die neutrale Rate setzen, und zwar so schnell wie möglich. Die neutrale Rate sieht das Fed selber bei 2%
- **Gegenwind für die Konjunktur**: Kommt die erhoffte Hausse mit der Öffnung nach der Pandemie? Trotz Krieg, Quantitative Easing und fallendem Wachstum von M2?
- **Rezessionsnarrativ bekommt Traktion**: Es wird zwar im Markt immer noch von einem Wirtschaftswachstum über Trend ausgegangen, aber die Rezessionsängste nehmen zu
- **Zinsmarkt ist skeptisch**: Die Zinsen steigen zuletzt markant, aber tatsächlich preist der Eurodollar-Markt bereits für Ende nächstes Jahr für die USA wieder eine Reduktion der Leitzinsen an!
- **Zinskurven-Inversion**: Das ausgeprägte Flattening schon lange vor dem ersten Zinsschritt spricht für wenig Konjunkturoffnungen über 2022 hinweg
- **Zinskomponenten preisen Stagflation ein**: Und der Markt preist tatsächlich im Leitmarkt USA ein «Stagflations»-Szenario ein, mit hohen Inflationserwartungen und tiefen realen Zinsen
- **Trotzdem steigt der Druck auf die Notenbanken**: Die Inflationserwartungen steigen rasant, allerdings ist die Term Structure der Inflationserwartungen noch nicht besorgniserregend
- **Policy Error?** Der Case für ein Policy Error wird realistischer

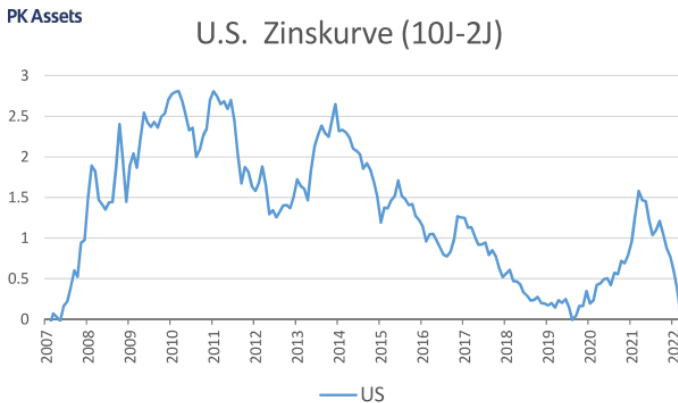
Leitmarkt U.S. Treasury

Es gibt jetzt gute Gründe Treasuries zu kaufen:

Das Fed muss über die neutrale Rate gehen, um die Inflation abzuwürgen, dies ist eingepreist:

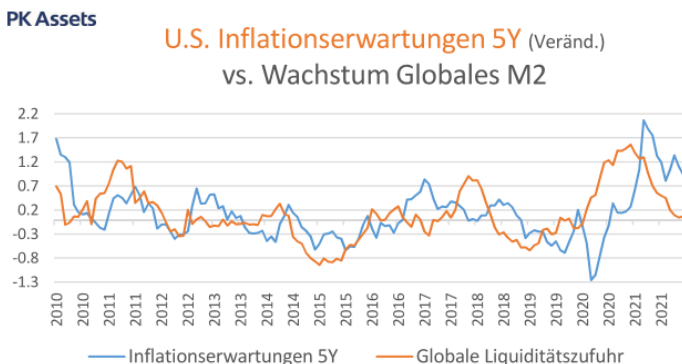


Die Gefahr eines Policy Errors ist hoch, Kurven-Inversionen deuten auf eine kommende Rezession hin:



“Since the inception of CPI inflation data in 1914, there have been 12 cyclical instances when the headline inflation rate has risen above 5%, including the current one. Of the 11 prior episodes, eight of them coincided with the onset of recession. The exceptions came in 1933 (in the midst of the Great Depression), the early 1940s (during World War II), and the early 1950s (during the Korean War.) That’s not a comfortable pattern of precedents.”
Cameron Crise 1/2022

Die Inflationserwartungen sind nicht komplett ausser Rand und Band und könnten durch das fallende Wachstum der globalen Liquidität gebremst werden:

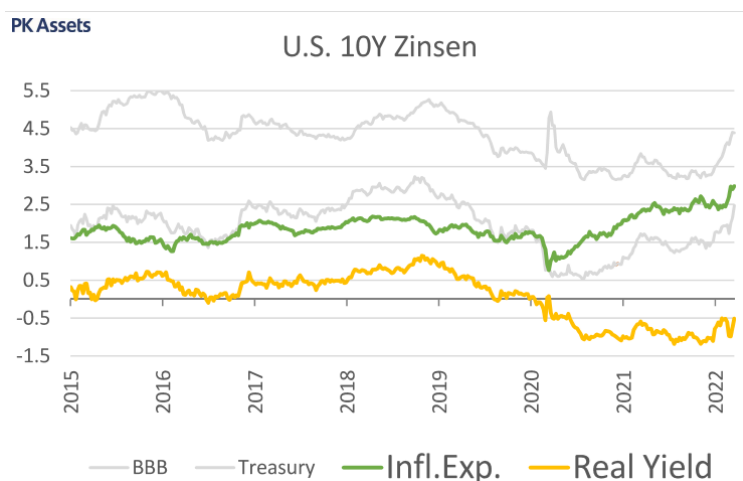


Leitmarkt U.S. Treasury

Aber es könnte zu früh sein, zuzugreifen:

Volcker oder Burns?

Die Realzinsen sind extrem tief, auch wenn man sie mit den Inflationserwartungen aus den TIPS-Märkten berechnet: Selbst im 10-Jahresbereich ist der Realzins deutlich negativ. Braucht es nicht deutlich höhere Realzinsen, um die Inflation zu besiegen?



„Moving on, we may see something I'm not sure has ever happened. Usually an inverted yield curve signals impending recession. As of now it's getting closer but not yet fully inverted. That's not surprising if, as noted, **this recession is not due to the usual business cycle**. The Fed may have to intentionally create an inverted yield curve to keep inflation manageable. Would Powell actually do that? I think the answer is yes because he does not want to go down as former Fed Chair Arthur Burns, who allowed inflation to get out of hand in the '70s. That doesn't mean he is Paul Volcker, though. I think he will likely proceed too cautiously, but there is a real possibility for him to surprise on the upside in terms of interest rates. I don't expect to see an easy monetary policy until inflation is under control.»

John Mauldin 3/2022

Wir stehen vor dem Quantitative Tightening: Wer soll diese zusätzlichen Treasuries kaufen? Wird das Fed gezielt längere Bonds verkaufen um eine Verstärkung der Inversion zu verhindern?

„With a Fed balance sheet of \$9 trillion after more than a decade of quantitative easing, there are more tools at the central bank's disposal than just hiking the Fed funds rate. By owning so much of the bond market, it can steer longer-dated yields by choosing which maturities to buy and sell as it unwinds its bond-buying program.“

Marcus Ashworth in Bloomberg 3/2022

Kommt dazu: in den letzten Jahren war die künstliche Verknappung in Treasuries geradezu grotesk, mit QT könnte sich die Sachlage profund ändern:

„Despite elevated issuance in 2021, there was almost no increase in Treasury debt outstanding once we account for Fed QE and purchases by other central banks.“

Cameron Crise 1/2022

Das Fed hat erst begonnen, die Leitzinsen zu erhöhen, mit jedem CPI-Print über einem gewissen Niveau bauen sich die Inflationserwartungen weiter auf. Reichen die heute eingepreisten Zinserhöhungen aus?

Powell scheint bereit zu sein um alles zu tun, was nötig ist:

„In particular, if we conclude that it is appropriate to move more aggressively by raising the federal funds rate by more than 25 basis points at a meeting or meetings, we will do so. And if we determine that we need to tighten beyond common measures of neutral and into a more restrictive stance, we will do that as well.“

Powell 3/2022

Leitmarkt U.S. Treasury

Volcker oder Burns?

Haben wir es bei Powell mit einem Volcker oder mit einem Burns zu tun? Ein Volcker-Style würde die Zinsen nochmals heftig ansteigen lassen, wenn vielleicht auch nur kurzfristig:

„Pozsar argues that in order to tame inflation, the Fed needs to mount a Paul Volcker-style shock strategy aimed at popping valuations in risk assets that range from stocks to credit and even crypto. And while that's a pretty controversial idea on Wall Street, Pozsar's argument is that tightening financial conditions in this manner would allow the Fed to slow services inflation without completely derailing growth. The idea here is that given that if the Fed needs to balance two slightly altered mandates — stable prices and inclusive employment — it might make more sense to do that by bringing down asset prices rather than tank the entire economy in a way that will hit low-income households hardest. (...) Maybe the Fed should hike 50 bps in March, put an end to press conferences, and sell \$50 billion of 10-year notes the next day... (...) No, lower risk assets won't kill growth. This is not a balance sheet recovery, and no, higher mortgage rates won't kill growth either — wage growth at 5% can absorb higher monthly payments. The curve is flat and borderline inverted, and delivering slope into it can come from higher term premia engineered by the Fed (...) For decades, redistribution went from labor to capital. Maybe it's time to go the other way next.“

Tracy Alloway in Bloomberg 3/2022

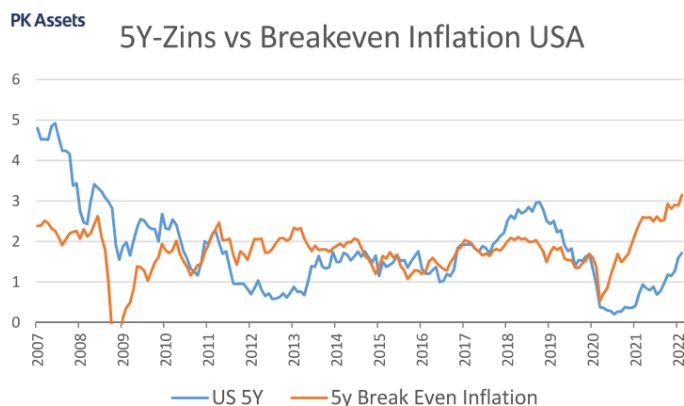
„Powell and his colleagues need to be absolutely clear on two propositions that Volcker took as axiomatic. “First, price stability is essential for sustained maximum employment, while overheating the economy leads to stagflation and higher levels of average unemployment through time. “Second, there can be no reliable progress against inflation without substantial increases in real interest rates, which mean temporary increases in unemployment. Real short-term interest rates are currently lower than at any point in decades. They likely will have to reach levels of at least 2 or 3 percent for inflation to be brought under control. With inflation running above 3 percent, this means rates of 5 percent or more—something markets currently regard as almost unimaginable.“

Larry Summers 3/2022

Aktueller Leitzins: 0.5%.

Eingepreist ist für Ende nächstes Jahr: 2.5%

Inflationserwartungen für die nächsten 5 Jahre: 3.5%



Entweder sind die Inflationserwartungen zu hoch oder der Bondmarkt hat noch nicht das realistische Erhöhungspotential eingepreist

Der aktuelle UST 10Y-Zins bei 2.40 ist unter dem median Dot Plot Punkt für Ende 2023 (2.75), deshalb erscheint uns folgende Einschätzung plausibel:

«We raise our rates forecasts for end-22 to 2.80% for 2y UST and 2.70% for 10y, with 275bp of hikes expected to invert the 2s10s UST curve, despite QT. We still expect higher rates, curve flattening and higher breakevens but much of the asymmetry has diminished, positioning remains very short (PRISM) and demand can re-emerge at higher rates. (...) Fed and 2y UST Forecasts: We expect fed funds at 2.25-2.5% by end-2022 and 3.0-3.25% by end-2023; 2y UST at 2.80% at end-2022 and 2.60% at end-2023.»

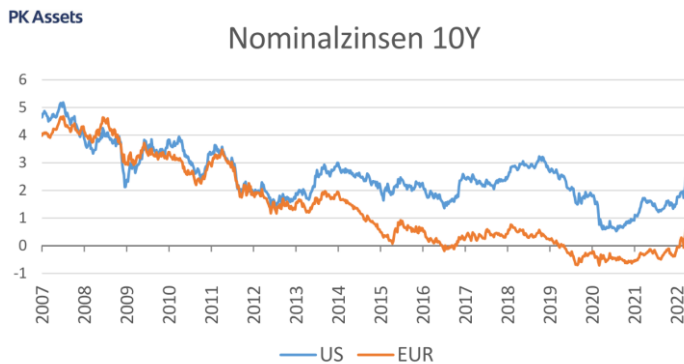
BNP Paribas 3/2022

Deutsche Bunds

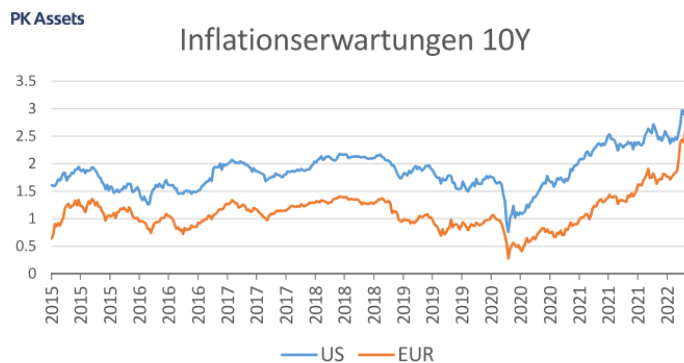
Die europäischen Zinsen folgen den U.S. Treasuries, sehen die Bunds attraktiver aus?

Die Realzinsen sehen fast prohibitiv schlecht aus:

Die relative Unattraktivität von deutschen Bunds als Proxy für Risk-Free EMU gegenüber den U.S. Treasuries auf Basis der Nominalzinsen ist geradezu umwerfend:



Dabei holen die Inflationserwartungen in Deutschland gegenüber den USA schnell auf:



Demensprechend unattraktiv die Realzinsen in Deutschland absolut und vis a vis des Leitmarktes USA:



«It's still doubtful that the architects of the euro ever thought there would come a day when German inflation reached 5% while a 10-year bond paid no yield at all.»

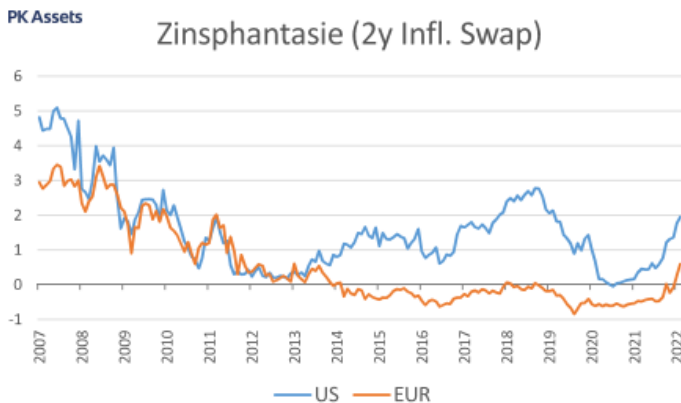
John Authers 1/2022

Deutsche Bunds

Die europäischen Zinsen folgen den U.S. Treasuries, sehen sie attraktiver aus?

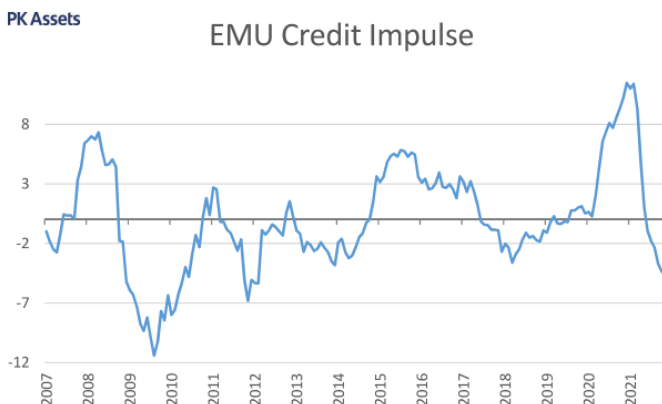
Unattraktiv verzinst, dafür weniger Zinserhöhungspotential

Die Phantasie für Leitzinserhöhungen in Europa ist gestiegen, sind aber weiterhin wesentlich schwächer als in den USA



"By my reckoning, only one member of the governing council has ever presided over a rate hike -- Klaas Knot, who was in his first week at the helm of the Dutch central bank when the ECB last put rates up in July 2011. For the others, their policy-making careers have entailed various iterations of easing and financial repression. When you are a nail, I guess everything looks like a hammer."
Cameron Krise 2/2022

Dies zu einer Zeit, wo die Ausgangslage für Wachstum in Europa nicht gut ist, und durch den Krieg weiter kompromittiert wurde:



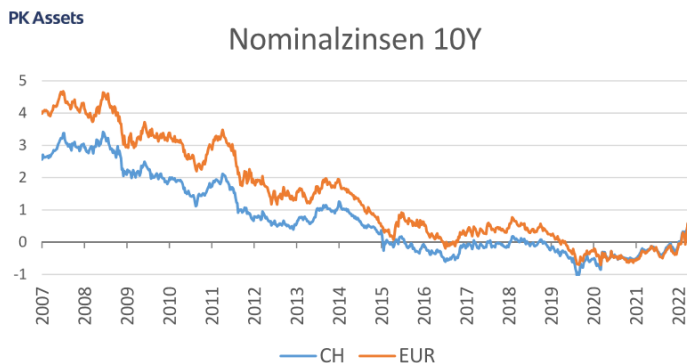
"The Eurozone is far more exposed to the Russian risks than other major regions of the advanced world. Before Putin unleashed his war on Ukraine, the debate within the ECB was tilting towards: i) a faster pace of tapering; ii) an early end to net asset purchases over the summer; as well as iii) a potential first 25bp rate hike in either September or December this year. The war has upended all these considerations. Only one discussion seems to be settled: for the foreseeable future, the ECB need no longer worry that it may undershoot its 2% inflation target on a sustained basis. Weirdly, many ECB council members had still seen that as a risk until early this year. (...) The ECB still has one major advantage over the US Fed. The worsening inflation overshoot in the Eurozone is caused solely by external shocks to supply and not by any factor which the ECB could control. Unlike the US, the Eurozone does not suffer from excess demand and elevated wage inflation." Berenberg 3/2022

Für uns gibt es keine stichhaltigen Gründe, warum wir in einen Bondmarkt investieren sollen, in welchem wegen steigenden Inflationsängsten die Leitzinsen erhöht werden sollen, der uns aber kaum etwas an Verzinsung bietet

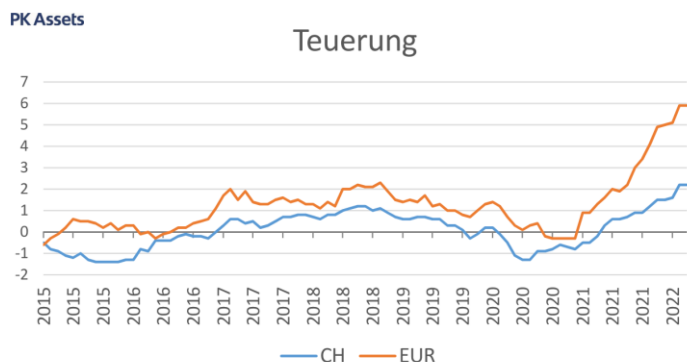
CH Eidgenoss

Besser als Bunds aber nicht attraktiv Weiterhin tief negative Realzinsen

Der Nominalzins-Nachteil des Eidgenossen gegenüber dem Bund ist verschwunden:



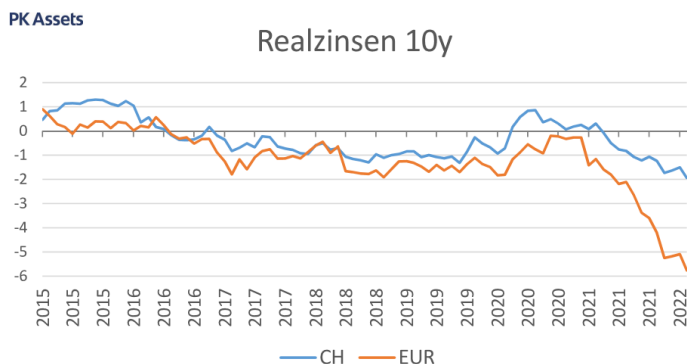
Wir vergleichen die CPI-Inflation, weil es für die Schweiz keinen Linker-Market gibt und damit keine Markt-Zinserwartungen existieren: Das Teuerungsdifferenzial der EMU gegenüber der CH steigt deutlich:



Höhere Inflation auch in der CH, aber kein Vergleich zur EMU:

Rechnete die SNB noch im Dezember mit einer Inflation von 1 Prozent im laufenden Jahr, wird neu ein Anstieg um 2,1 Prozent in Aussicht gestellt. Für das kommende Jahr wird die Prognose von 0,6 auf 0,9 Prozent erhöht; auf dieser Höhe wird die Inflation auch 2024 erwartet. (...) Zur Minderung des Inflationsdrucks habe die SNB in den letzten Monaten eine gewisse nominale Aufwertung des Frankens zugelassen. Die Aufwertung habe zu einem grossen Teil der Inflationsdifferenz entsprochen
Thomas Fuster NZZ 3/2022

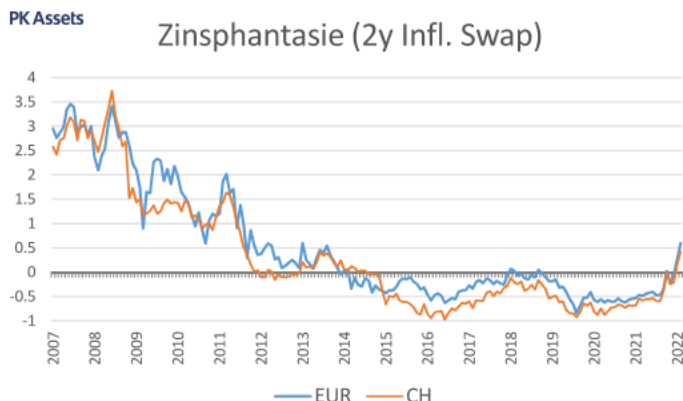
Der Vergleich mit den Realzinsen ist frappant: Die Realzinsen in der Schweiz sehen besser aus als in Deutschland, sind aber weit weg davon entfernt, als attraktiv angesehen zu werden:



CH Eidgenoss

Absturzpotehtial so gross wie in anderen Märkten Unattraktives Risiko/Chancen-Profil

Die Zinsphantasien sind fast identisch

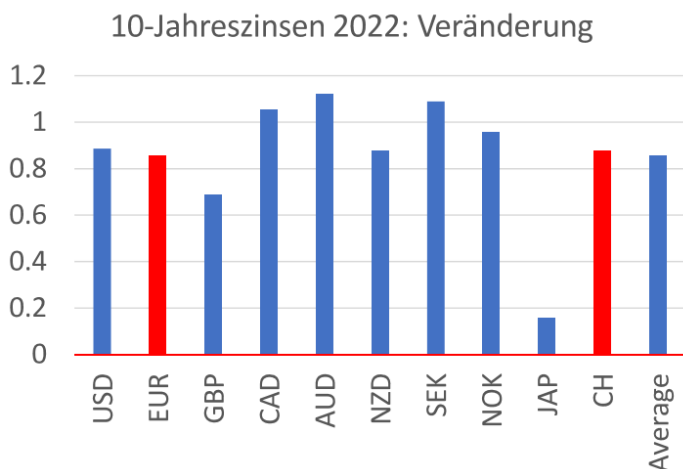


Die SNB spielt den Zinsdruck runter:

„Schritte drängen sich vor allem dann auf, wenn die erwartete Inflation nicht länger vereinbar ist mit dem Ziel der Preisstabilität, also einer Inflation zwischen 0 und 2 Prozent. Die Prognosen zeigen nun aber, dass die SNB für das nächste und übernächste Jahr davon ausgeht, dass die Inflation auch bei unverändertem Leitzins innerhalb der angestrebten Bandbreite bleiben wird. Insofern kann aus der jüngsten Prognose kein unmittelbarer Handlungsbedarf bei der Zinspolitik der SNB herausgelesen werden.“

Thomas Fuster NZZ 3/2022

Trotz allen Unterschieden zwischen den Ländern: Die Zinsen sind mit Ausnahme Japans im 2022 bisher überall ähnlich angestiegen, auch in Europa und der Schweiz. Das bedeutet: Wenn die US-Zinsen steigen, dann leidet man mit Eidgenossen und Bunds weiterhin mit, es gibt keinen Schutz, trotz unterschiedlichen Inflations- und Realzins-Profilen:



Wenn wir davon ausgehen, dass gemäss unserem Fazit bei U.S. Treasuries es noch etwas früh ist, um bereits im Leitmarkt Duration zu kaufen, dann dürfte es auch in den Eidgenossen noch zu früh sein

Appendix:
«*Weaponize FX Reserves*»

Weaponize FX Reserves

When you change the rules of the game, the players change how they play the game. John Mauldin 3/2022

Die Taliban suchen ihre Devisenreserven. Die Russen auch. Die Politisierung der Devisenreserven könnte zum wichtigsten Aspekt des Ukrainekriegs für die nächsten 50 Jahre werden

"This week has shown us that governments will [weaponize the financial system](#) to achieve their purposes. In this case, it is a good purpose, and when we have to rationalize debt (what I call "The Great Reset"), it will be just as necessary because otherwise, the entire system will collapse. I think we have seen a clear demonstration of what "unthinkable" might be."
John Mauldin 3/2022

Was genau ist passiert? Mit den Worten von Zoltan Poszar (CS)

"Russia has just rough numbers, you know, \$500 billion of FX reserves, non-gold FX reserves, about \$200 billion of that is in the form of securities. And about a hundred-some billion of it is central bank deposits. And then the rest of it is bank deposits. And so what this means in practical terms is that, you know, [Russia's FX reserves are basically deposits at Western financial institutions. They are securities balances at Euroclear](#), or, you know, the custodian is for the securities that they hold. And they also have balances at central banks like the Bundesbank, obviously not the New York Fed because they've sold out of all their Treasuries. (...) Whether you hold the sovereign debt of a country, or you keep a deposit at a central bank of a foreign country, or if you keep deposits at Western financial institutions, [these are all forms of inside money that you don't control. Someone owes it to you. And these things can be sanctioned.](#)"

Der Westen hat also einen guten Teil der russischen Devisenreserven eingefroren. Russland kann nichts dagegen machen; wie stehts mit anderen Reserven Russlands? ...und China?

"["Outside money is something completely different. It's gold.](#) And it so happens, I read it somewhere that all this gold that Russia has for example, is in the vaults of the central bank in a basement in Moscow. (...) we've seen what happened with the FX reserves of Afghanistan. (...) Are they going to have to sell to get the dollars to help the domestic financial system? Far from it. You know gold, it doesn't have, have to be sold. It can be repoed just like any other financial instrument. [So if you find a willing financial system](#) and a willing central bank to, you know, reverse in gold in a repo transaction for you in exchange for dollars, you can use it to raise dollars to make payments. But again, this inside versus outside reserves is something to think about because, you know, [in the case of China, for example, it's the same setup. They have a lot of inside FX reserves. And what does that mean in situations like this?](#) (...) Russia doesn't have any more Treasuries because they sold of it. It's in the TIC data. Because they don't have Treasuries, they have no ability to use the FIMA repo facilities. You need Treasuries for that. They also don't have a swap line, but they have gold. And so [can you do gold repos between central banks? Yes. Can you provide U.S. dollars versus gold? Yes, you can.](#) Are there some central banks that are so flush with FX reserves that they lend a lot in the FX swap market so exactly if you don't send it on the world market, but you send those dollars to another financial system, is it gonna really show up? Not really. (...) [we are probably talking in orders of magnitude of like \\$100, \\$200 billion, which is, you know, possible to hide on a balance sheet that's a couple trillion. Yeah.](#)"
Zoltan Poszar CS 3/2022 in [OddLots Bloomberg](#)

"Dylan Grice, the former Societe Generale strategist who's since founded Calderwood Capital, described the recent moves as a "["weaponization" of money](#). "You only get to play the card once," he tweeted. "[China will make it a priority to need no USD before going for Taiwan. It's a turning point in monetary history.](#)" Steven Englander, a Managing Director at Standard Chartered Bank, echoed the idea."
[Odd Lots Bloomberg 3/2022](#)

Weaponize FX Reserves

Mit dieser Sanktionsmassnahme hat der Westen das ganze Weltfinanzsystem in Frage gestellt, und damit auch ein guter Teil der strukturellen Nachfrage nach U.S. Treasuries:

“Als bekannt wurde, dass westliche Länder die Guthaben der russischen Zentralbank einfrieren würden, war meine erste Reaktion, dass dies ein, ebenso grosses Ereignis sein könnte wie die Implosion von Lehman Brothers oder vielleicht sogar Richard Nixons Entscheidung von 1971, den Dollar vom Gold abzukoppeln. Dies war nichts Geringeres als eine massive Umwälzung der globalen Finanzordnung die in den letzten fünfzig Jahren vorherrschte. Diese Finanzordnung basierte auf: Energie und der Grossteil des Welthandels werden in Dollar abgerechnet; Ständige Leistungsbilanzdefizite der USA, so dass der Rest der Welt immer die zur Finanzierung des Handels benötigten Dollar erwirtschaften konnte; Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen legen ihre überschüssigen Dollar in US-Treasuries als Reserve für den «Fall der Fälle» an und finanzieren so das US-Defizit; Die US-Notenbank (Fed) steht bereit, dem globalen System bei Bedarf jederzeit Dollar zuzuführen – entweder, indem sie befreundeten Staaten über Swap-Linien direkt Dollar zur Verfügung stellt, falls die Liquidität knapp wird, oder indem sie der US-Wirtschaft Dollar zuführt, wenn sich das weltweite Wachstum verlangsamt. So würden diese Dollars schliesslich ihren Weg in die Länder finden, die sie benötigten, nachdem sie ihre Währungen stark abgewertet hatten, wie in Mexiko 1995, Asien 1997, Russland 1998 und Europa 2012. Diese Finanzordnung hat fünfzig Jahre lang gut funktioniert. Besonders gut funktionierte sie für die USA, die in dieser Post-Bretton-Woods-Welt in der Lage waren, die Art von Zwillingdefiziten in der Leistungsbilanz und im Haushaltsbudget zu fahren, die unter dem früheren goldzentrierten System unvorstellbar gewesen wären. Deshalb ist es überraschend, dass die USA dieses System jetzt infrage stellen. Was die USA und ihre Verbündeten vorschlagen, ist erstens, den zweitgrössten Energieproduzenten der Welt zu einem Zeitpunkt aus dem US-Dollarsystem zu werfen, in dem die Energiemärkte bereits unter Druck stehen, und zweitens Russlands Bestand an Dollar- und Euro-Ersparnissen einzufrieren. (...) Das Argument, Russland habe es «verdient», ist stark. Aber das ist hier nicht die wichtige Debatte. Die Frage, die sich Anleger stellen sollten, lautet vielmehr: Wie reagiert China auf das Einfrieren der russischen Reserven? Oder Kasachstan? Oder die Türkei? Oder Indien und Pakistan (ein weiterer indisch-pakistanischer Krieg ist nicht undenkbar)? Was ist mit Saudi-Arabien? Werden all diese Länder morgen genauso so gerne in US-Treasuries investieren, wie sie es gestern getan haben? Es ist ja nicht so, dass US-Staatsanleihen, die derzeit eine reale Rendite von minus 5% bieten, eine überzeugende Anlage wären. Der einzige Grund für Zentralbanken und Staatsfonds, sie zu halten, ist ihre Sicherheitsgarantie. Sie halten US-Staatsanleihen, weil sie davon ausgehen, dass sie diese in einer Krise monetarisieren und mit dem Erlös Lebensmittel, Energie oder Waffen kaufen können. Was aber, wenn sich diese Annahme als falsch herausstellt?”

Louis-Vincent Gave 3/2022

Was machen? Ist Outside Money eine Alternative?

“Bretton Woods III : We are witnessing the birth of Bretton Woods III – a new world (monetary) order centered around commodity-based currencies in the East that will likely weaken the Eurodollar system and also contribute to inflationary forces in the West. A crisis is unfolding. A crisis of commodities. Commodities are collateral, and collateral is money, and this crisis is about the rising allure of outside money over inside money. Bretton Woods II was built on inside money, and its foundations crumbled a week ago when the G7 seized Russia's FX reserves...”

Zoltan Poszar CS 3/2022

For decades, I have dismissed projections of the dollar's end as the world's reserve currency. I have to confess: today, I'm less sanguine John Mauldin 3/2022

Weaponize FX Reserves

Warum der Yuan (noch) keine taugliche Alternative für den Dollar ist...

“There has been some talk about the digital yuan being a centerpiece for just such an alternative system. On the surface, the idea seems to make some sense, particularly if the two key adversaries or critics of the current financial order are both on board. The problem arises when you consider that the invoice currency of any financial system also has to function as a store of value within it. In other words, users of a system currency also prefer to keep a stock of savings in that currency. It’s there that problems arise. Savings within a currency regime require safe assets in which to invest. That might seem like an easy problem to solve. But meeting the demand for such assets essentially requires the issuing country to run a capital-account surplus -- in other words, it takes in more capital than it invests abroad. And the accounting counterweight to that is running a current-account deficit. That’s a problem for economic business models that are export-oriented at best and outright mercantilist from another perspective. (...) Is Beijing prepared to issue trillions of yuan of debt to fund domestic demand that will generate a current account deficit? Is it prepared to allow the yuan’s value to surge if and as it is taken up as the centerpiece of an alternative global payments system? (...) Ultimately, that’s the question that needs to be asked of any potential centerpiece to an alternative financial system: “are YOU gonna sell enough bonds to make this thing work?””
Cameron Crise 3/2022

...und auch sonst ist keine kurz- bis mittelfristige Alternative zum Dollar vorhanden:

“While Goldman Sachs Group Inc. and Credit Suisse Group AG have flagged threats to the dollar’s supremacy, finding a valid replacement is going to be extremely challenging, according to funds from Brandywine Global Investment Management to JPMorgan Asset Management. The size and strength of the world’s largest economy is unparalleled, Treasuries are still one of the safest ways to store money and the dollar remains a pre-eminent beneficiary of haven flows. There are simply “no other options at this stage in the game” for currency alternatives to the greenback, said Mark Mobius, a four-decade markets veteran and founder of Mobius Capital Partners. “The dollar is still strong and will probably get stronger if tensions continue to escalate.” Despite warnings of the dollar’s demise after the 2008 financial crisis, the currency soared when the Federal Reserve adopted an even more globalized role in helping to rescue the world’s financial system. Nearly 90% of trades across the \$6.6 trillion-a-day foreign-exchange market still involve the greenback, Bank for International Settlements data show. The U.S. currency also makes up around 60% of central bank foreign-exchange reserves in spite of efforts to steadily reduce dollar holdings, according to International Monetary Fund data. Its closest rival, the euro, makes up about 20% of stockpiles. “You can buy yen, euro or Aussie to diversify but I don’t think they can truly replace the dollar as a reserve,” said Kerry Craig, strategist at JPMorgan Asset Management in Melbourne. “The U.S. remains a dominant power on the global economic stage.” While the Central Bank of Russia had made inroads in reducing its dollar holdings in favor of alternatives such as gold, recent events show that its efforts may have been in vain, according to Baring Investment Services Ltd. in London. “Holding non-dollar reserves means reliance on counterparties to exchange them against a means of payment,” (...) “The problem in China’s case is that the very capital controls that help insulate the currency and the financial system from the vagaries of Fed policy and dollar volatility, are the same ones that prevent the renminbi becoming a serious rival to the dollar,” said Barrow, who is head of currency strategy. The yuan’s share of global foreign-exchange reserves is currently at about 2.7%, trailing the yen and sterling. Other dollar alternatives also have drawbacks. The euro is the most widely held currency in reserves after the greenback, but its reputation remains scarred from its near-death experience during the eurozone crisis. Gold, the global reserve asset for much of the 20th century, is impractical to move swiftly in a world where money changes hands at the speed of light.”
Bloomberg 3/2022

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

und:

Besuchen Sie uns auf www.pkassets.ch