

# PK Assets

## Quantitative Tightening

### Das Rezept für einen Crash

[www.pkassets.ch/marktanalysen](http://www.pkassets.ch/marktanalysen)

PK Assets AG Eggirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen

+41 (0)44 787 80 20 [www.pkassets.ch](http://www.pkassets.ch)

## Die Ausgangslage:

Die wichtigsten Notenbanken, welche das Q.E. angetrieben haben, wollen nicht mehr:

1. Japan hat bereits das Q.E. eingestellt

2. Die USA ist im Tapering, d.h. sie schaffen noch Liquidität, aber in laufend vermindertem Ausmasse, innerhalb weniger Monate soll das Q.E. abgestellt sein. Der Markt wartet auf Informationen seitens des Fed für ein Quantitative Tightening

3. Die Eurozone macht weiter im Q.E. aber im Juni läuft die wichtigste Fazilität aus

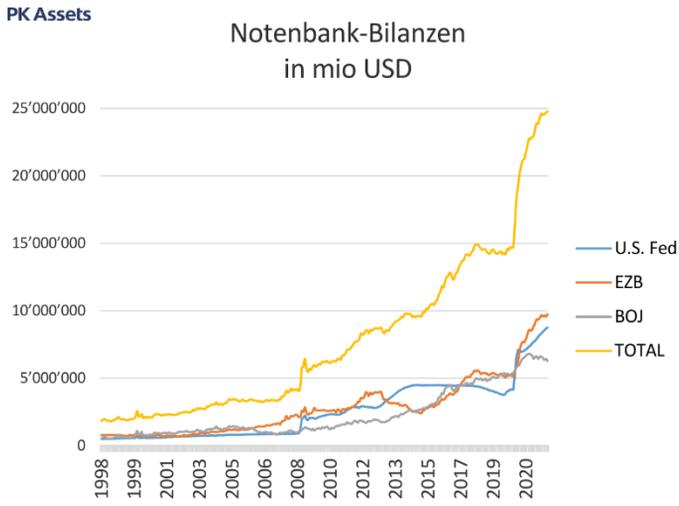
Und damit dürfte das globale Q.E. bald Geschichte sein...

„Die US-Notenbank hat die Rhetorik verschärft. Nachdem sie mehrere Zinsschritte in diesem Jahr in Aussicht gestellt hatte, hat sie an der letzten Sitzung im Dezember auch das Thema der Verkürzung ihrer Bilanz (*Quantitative Tightening*) aufgebracht.«

*The Market 1/2022*

„We expect the Federal Reserve to use January’s meeting to set the stage for a March rate hike while providing more detail on the ongoing debate over *quantitative tightening*. (...) The debate on the timing of QT is open, but Chair Powell’s remarks “We tend to take two, three, four meetings to work these things through” suggest a March announcement is premature. Our central case is that the plan details are set down in May with a formal announcement made in July, very much as it was the case in 2017. A May announcement is possible, however«

*BNP 2/2022*



*Die Notenbanken  
übernehmen*

## Quantitative Easing ist ein junges Phänomen

- *Mindestens in dem Ausmasse, welches wir mittlerweile gewohnt sind*
- *Richtig gehend explodiert ist der Umfang von Q.E. nach 2008*
- *Der Chart zeigt das kumulative Q.E. der Notenbanken der USA, Eurozone und Japan*
- *Angesichts der über lange Zeit ausbleibenden Inflationswirkung wurde dieses unorthodoxe Geldmengeninstrument als Allheilmittel für jegliche Finanzmarktstörung verwendet*
- *Wir glauben allerdings, dass dieser Notenbank-Exzess nicht gratis ist*

Warum?

Mit Q.E. wurde etwas geschaffen, das alles verändert hat:

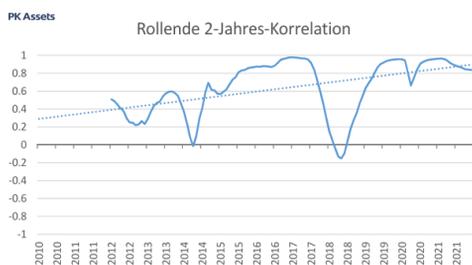
Quantitative Easing und Wachstum globale Geldmenge M2



### Manipulation des Wachstums der globalen Geldmenge (a.k.a. «Globale Liquidität»)

- Das Globale M2-Wachstum ist –angesichts des surrealen Umfangs von QE – komplett dominiert vom Q.E. der 3 Notenbanken der USA, Eurozone und Japan
- Die Veränderung von Global M2 wird alimentiert durch die Veränderung von Q.E. durch BOJ, EZB und Fed, **und diese Veränderung (Wachstumsrate) ist fallend!**
- Es ist eine unglaublich hohe Korrelation auszumachen, sodass kaum von einem Zufall gesprochen werden kann. Die durchschnittliche Korrelation der 2-Jahres rollenden Korrelation zwischen den zwei Indizes ist bei 64%, und sie steigt
- Mit dem steigenden QE steigt auch die Korrelation in unglaublich hohe Bereiche nahe des theoretischen Höchst von 1.0
- Wächst QE stark, dann steigt die globale Liquidität ebenfalls stark an
- Fällt das Wachstum des Q.E. dann fällt das Wachstum der globalen Liquidität ebenfalls
- Im Falle eines Quantitative Tightening (Q.T.) dürfte das globale M2-Wachstum negativ werden

Cum hoc ergo propter hoc?

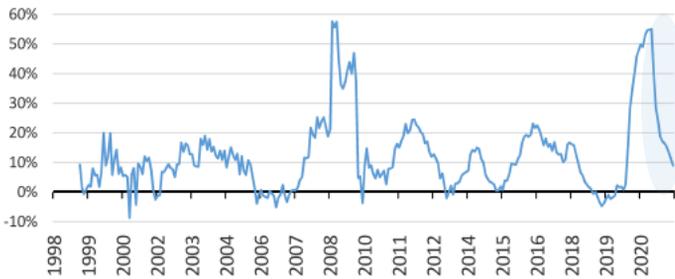


Jedenfalls: Die Korrelation ist hoch und nimmt mit zunehmendem QE zu

Wir halten fest:

Die Trendumkehr von Q.E. im Sinne eines Tapering wird das globale Liquiditätswachstum weiter reduzieren; Q.T würde die Liquiditätszufuhr komplett abwürgen und effektiv dem Markt Liquidität entziehen!

Notenbank-Bilanzen  
Jahres-Veränderung



**Dies hier ist der wichtige Chart!**

**Das Wachstum der Liquidität ...fällt!**

- Was ist passiert?
- In den letzten 30 Jahre wurde die Notenbank-Bilanz in atemberaubendem Tempo aufgeblasen
- Und kaum einmal wurde diese Liquiditätsschwemme umgekehrt, und wenn, dann nur geringfügig
- 2008 und 2009 wurde ein Exzess ausgeführt

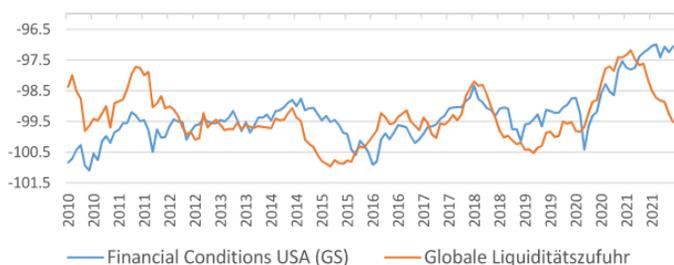
Unsere These:

- Es ist die Wachstumsrate der Liquidität, die die Finanzmärkte und zunehmend auch die Realwirtschaft treibt
- Das Finanzsystem ist geradezu süchtig nach immer mehr Liquidität. Gleich viel wie vorher ist jetzt zu wenig, es braucht immer mehr «mehr»
- Und wenn das nicht kommt («Taper») oder der Stoff entzogen wird («Tightening») dann.. ja was dann?
- Schauen wir uns die wichtigsten Variablen an der Finanzmärkte und überlegen wir uns was ein Tapering verursacht und was ein Tightening verursachen könnte

**Mit Q.E. wurde etwas geschaffen, das alles verändert hat:**

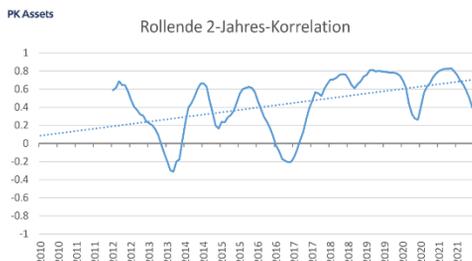
### Angefixte Financial Conditions

Quantitative Easing und U.S. Financial Conditions



- *Der Konjunkturzyklus insbesondere in den USA ist abgeschafft*
- *Er wurde durch einen Kreditzyklus abgelöst*
- *Es hat sich seit Greenspan somit eine beeindruckende Finanzialisierung der Realwirtschaft ergeben, und damit werden die Financial Conditions immer wichtiger*
- *Die Financial Conditions sorgen für das Wohl und Wehe des Wachstumszyklen des BIP der USA und Europas*
- *Wie man sieht, hängen die Financial Conditions markant von der globalen Liquidität ab, und es ist –wenn es bei den Plänen der Notenbanken nicht zu einer drastischen Meinungsumschwung kommt– mit einer deutlichen Eintrübung der Financial Conditions zu rechnen*

Cum hoc ergo propter hoc?



Jedenfalls: Die Korrelation ist hoch und nimmt mit zunehmendem QE zu

*Wir halten fest:*

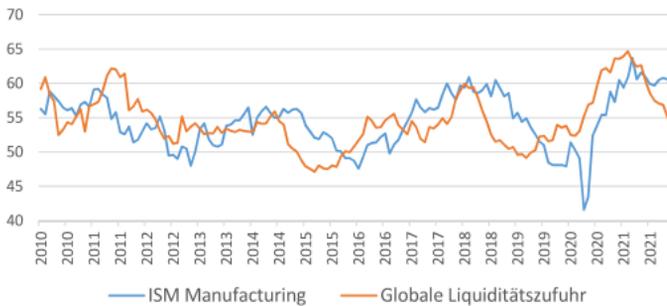
*Bereits ein Tapering reicht also, um den wichtigsten Treiber der Konjunktur abzuwürgen, ein Q.T. dürfte die Rezessionsgefahr noch deutlicher erhöhen*

# Quantitative Tightening...

## ...und Konjunktur

**Mit Q.E. wurde etwas geschaffen, das alles verändert hat:**

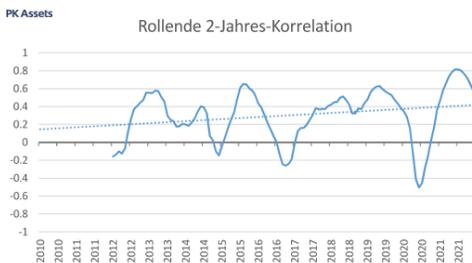
U.S. PMI und globale Geldmenge M2



### Finanzialisierter Konjunkturzyklus

- Der Chart zeigt, dass die Konjunktur-Temperatur (hier der U.S. Industrial PMI) direkt von der Liquidität abhängt
- Eine Eintrübung könnte schon bald kommen und die latenten Konjunktur-Ängste beleben, dies wird klar von der fallenden globalen Liq-Zufuhr angezeigt

## Cum hoc ergo propter hoc?



Jedenfalls: Die Korrelation ist hoch und nimmt mit zunehmendem QE zu

Wir halten fest:

*Bereits ein Tapering reicht also, um die Konjunktur zu beschädigen, ein Q.T. dürfte die Rezessionsgefahr noch deutlicher erhöhen*

**Mit Q.E. wurde etwas geschaffen, das alles verändert hat:**

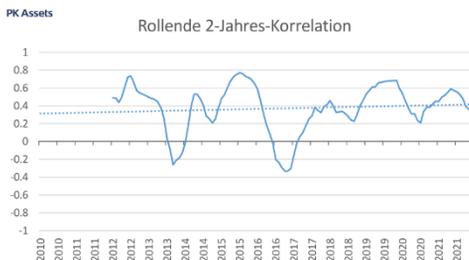
Aktienperformance und globale Geldmenge M2



### Junkie-Aktienmärkte I

- *Der Zusammenhang ist nicht perfekt, aber es ist trotzdem offensichtlich: Die Aktienmärkte haben von der enormen Liquiditätszunahme durch QE profitiert*
- *Wird die Liquiditätspipeline unterbrochen, dann beeinträchtigt dies die Aktienperformance, wird der Liquiditätshahn aufgedreht, hilft dies der Aktien-Performance*
- *Und in Zeiten von weniger opulenter Liquiditätsversorgung fallen die Aktienperformances, im Tapering sogar in den Minusbereich*
- *Die Korrelation der Aktienperformance und der globalen Liquidität – und damit indirekt mit dem QE – ist zu hoch, um übersehen werden zu können*
- *Mit einem Ende von QE, oder gar einem QT dürften die Aktien leiden, wie man im Chart sieht ertrugen die Aktienmärkte in der Vergangenheit ein Rückgang der Liquidität nur schlecht*

Cum hoc ergo propter hoc?



Jedenfalls: Die Korrelation ist hoch und nimmt mit zunehmendem QE zu

*Wir halten fest:*

*Bereits ein Tapering reicht also, um die Aktienmärkte zu stoppen, ein Q.T. dürfte die Crash-Gefahr noch deutlicher erhöhen*

**Mit Q.E. wurde etwas geschaffen, das alles verändert hat:**

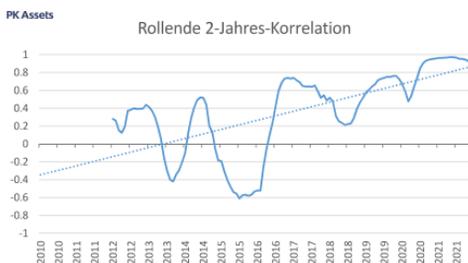
Aktienbewertung und globale Geldmenge M2



### Junkie-Aktienmärkte II

- Nicht nur scheint die Performance der Aktien mit QE zusammen zu hängen, auch das hohe Bewertungsniveau an und für sich dürfte mit der Liq-Explosion seit 2008 zusammenhängen
- Aktien gelten für viele als «teuer»
- Mit «teuer» wird oft ein hohes Price/Earning gemeint
- Mit der immer höheren Liquiditätsversorgung ist auch die Aktienbewertung auf schwindlige Höhen gestiegen, wir glauben nicht an einen Zufall
- Die Korrelation ist nicht besonders hoch aber markant positiv und vor allem: steigend
- Mit einem Ende von QE, oder gar einem QT könnte die Aktienbewertung massiv leiden

Cum hoc ergo propter hoc?

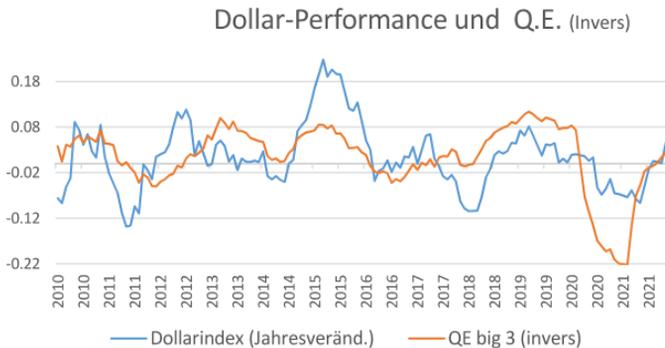


Jedenfalls: Die Korrelation ist hoch und nimmt mit zunehmendem QE zu

Wir halten fest:

Bereits ein Tapering reicht also, um die Aktienmärkte von zwei Seiten zu treffen, die Performance einerseits leidet und das Bewertungsniveau kommt zurück, ein Q.T. dürfte die Crash-Gefahr noch deutlicher erhöhen

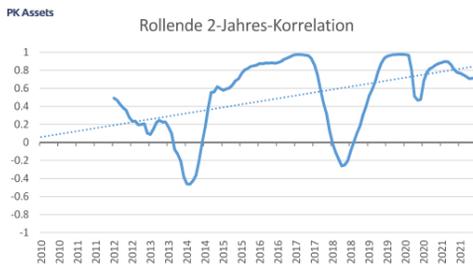
**Mit Q.E. wurde etwas geschaffen, das alles verändert hat:**



**Starker Dollar trotz massiv negativen Realzinsen**

- Steigt die Liquiditätsversorgung, dann fällt der Dollar
- Geht die Liquiditätsversorgung zurück, dann steigt der Dollar. Die Korrelation ist extrem hoch
- Wir halten eigentlich NICHTS vom Dollar: Wenig Rendite – verglichen zu früher-, hohe Inflation, extrem tiefe, negative Realzinsen und eine haushohe Verschuldung
- Wäre da nicht dieser Zusammenhang zwischen Dollar und Liquidität

Cum hoc ergo propter hoc?



Jedenfalls: Die Korrelation ist hoch und nimmt mit zunehmendem QE zu

*Wir halten fest:*

*Bereits ein Tapering reicht also, um den Dollar zu stützen, ein Q.T. dürfte dem Dollar weiter helfen; ein starker Dollar hat massive Auswirkungen auf die Weltwirtschaft*

**Mit Q.E. wurde etwas geschaffen, das alles verändert hat:**

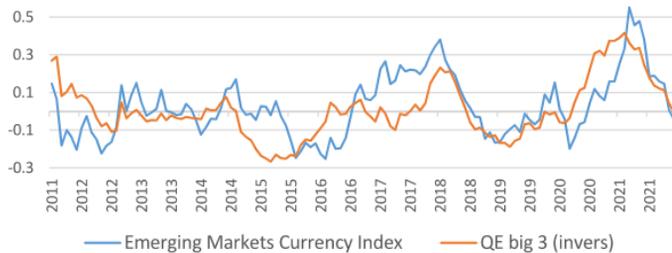
### Starker Dollar und angeschlagene Emerging Markets

Währungen Emerging Markets und Globale Liquidität



- *Mit dem starken Dollar leiden die Emerging Markets*
- *Denn deren Refinanzierung wird teurer und es sind Kapitalverschiebungen zu beobachten, raus aus den EM, rein in den Dollarbereich*
- *Die EM-Währungen sind im Schnitt bereits deutlich unter Druck gekommen*
- *Und die EM-Aktien sowieso*
- *Kein Wunder erhöhen die Emerging-Markets-Notenbanken panisch die Zinsen und würgen damit einiges von ihrem Wachstumspotential ab*

Aktien Emerging Markets und Globale Liquidität

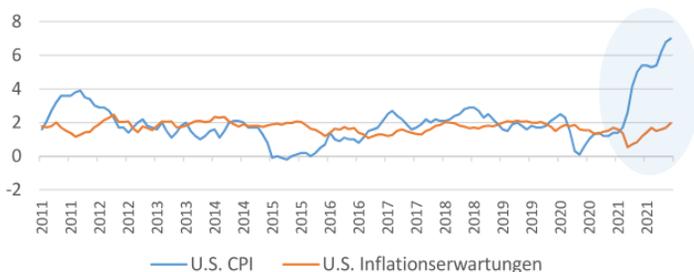


*Wir halten fest:*

*Bereits ein Tapering reicht also, um den Dollar zu stützen, und die Emerging Markets zu Zinserhöhungen zu zwingen, ein Q.T. könnte die Gefahr einer EM-Krise erhöhen*

### Mit Q.E. wurde etwas geschaffen, das alles verändert hat:

USA: Effektive Inflation vs. Inflationserwartungen



### Rekordhohe Diskrepanz von effektiver Inflation und Inflationserwartungen

- *Ist die hohe Inflation von heute vorübergehend oder permanent?*
- *Der Markt glaubt offensichtlich nicht an dauernd hohe Inflation, sonst wären die Inflationserwartungen höher*
- *Die Inflationserwartungen sind aber kaum gestiegen*
- *Wir glauben auch hier, dass die versiegende Liquidität am Werk ist, die eine gewisse Inflationsskepsis am Leben hält*
- *Kommt dazu, dass sich z.B. das Fed nicht zu schade ist, den Markt für Inflationsgeschützte Anleihen, durch Käufe zu manipulieren*

*Wir halten fest:*

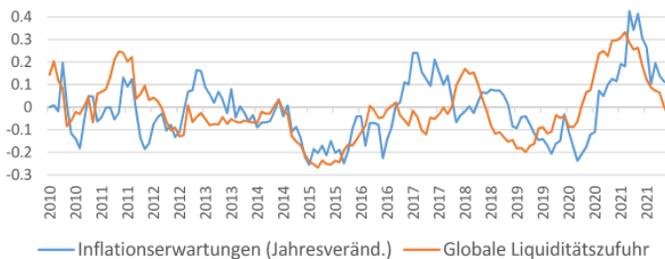
*Bereits ein Tapering reicht also, um die Inflationserwartungen zu ersticken, ein Q.T. könnte die Gefahr einer Rückkehr der Deflationsängste erhöhen*

# Quantitative Tightening...

## ...und Inflationserwartungen

**Mit Q.E. wurde etwas geschaffen, das alles verändert hat:**

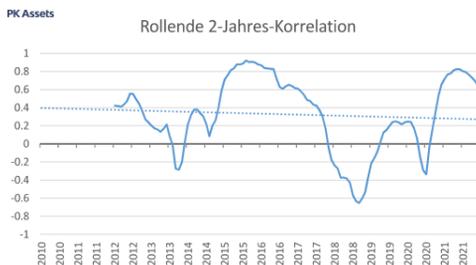
Veränderung der Zinskurve und globale Geldmenge M2



**Kaum steigende Inflationserwartungen statt rekordhoher Inflation**

- *Wie wir sehen drückt da Tapering bereits massiv auf die Inflationserwartungen*
- *Diese sind jedoch der Anker der Geldpolitik heutzutage: Steigen die Inflationserwartungen stark, dann bedeutet dies ein Vertrauensverlust gegenüber den Notenbanken*
- *Kein Wunder sind die Inflationserwartungen am fallen, was passiert erst bei einem Q.T.?*

Cum hoc ergo propter hoc?



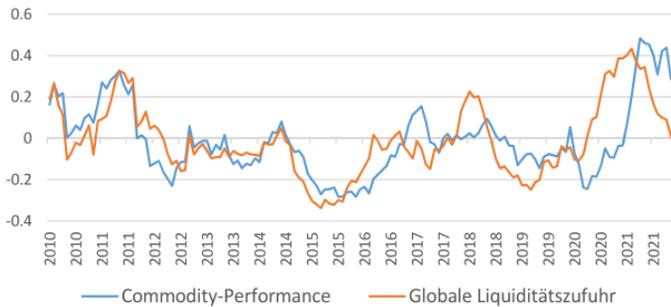
Jedenfalls: Die Korrelation ist positiv

*Wir halten fest:*

*Bereits ein Tapering reicht also, um die Inflationserwartungen zu ersticken, ein Q.T. könnte die Gefahr einer Rückkehr der Deflation erhöhen*

**Mit Q.E. wurde etwas geschaffen, das alles verändert hat:**

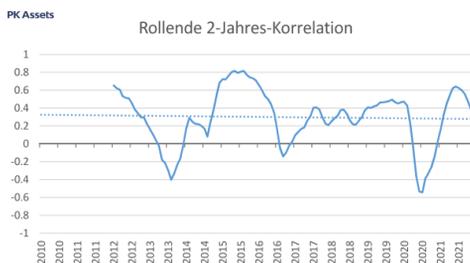
Commodities und globale Geldmenge M2



**Ominöse Aussichten für Commodities im Falle eines weiter gehenden Taperings**

- Die Korrelation von Commodities allgemein mit der globalen Liquidität ist hoch
- Und die Aussichten im Falle eines weiter gehenden Taperings oder gar eines Q.T. sind offensichtlich

Cum hoc ergo propter hoc?



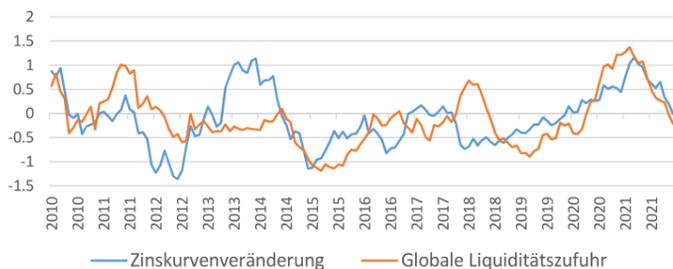
Jedenfalls: Die Korrelation ist hoch

*Wir halten fest:*

*Bereits ein Tapering reicht also, um die Commodity-Märkte zu stoppen, ein Q.T. könnte die Gefahr einer massiven Commo-Korrektur erhöhen, und damit einen Treibers der aktuellen Teuerung ausschalten*

**Mit Q.E. wurde etwas geschaffen, das alles verändert hat:**

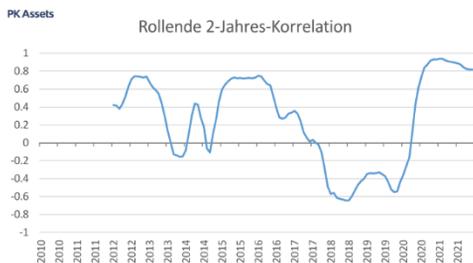
Veränderung der Zinskurve und globale Geldmenge M2



**Kaum mehr deutlich höhere Langfristzinsen möglich**

- *Kein Wunder steigen die längeren Zinsen nicht so stark wie die kurzen, trotz Monster-Inflation*
- *Die Jahresveränderung der U.S. Zinskurve und die Regulierung der Liquidität ist positiv korreliert*
- *Das QE hat durch seinen apokalyptischen Umfang die Geldpolitik usurpiert, die Zinsen selbst sind nur noch Beigemüse*
- *Insbesondere dominiert das QE die Zinskurve*
- *D.h. in der Tendenz dürfte bei einem Tapering die Zinskurve flacher werden; selbst wenn die Leitzinsen erhöht werden, reagieren die Langfristzinsen nur noch schwach*
- *Kommt es zu einem Q.T. dann könnte eine Inverse Zinskurve entstehen, ein Rezessions-Signal par excellence*

Cum hoc ergo propter hoc?



Jedenfalls: Die Korrelation ist hoch und nimmt mit zunehmendem QE zu

*Wir halten fest:*

*Bereits ein Tapering reicht also, um den Anstieg der Langfristzinsen zu dämpfen, ein Q.T. könnte die Zinskurve invertieren und ein klares Rezessions-Signal auslösen*

## Wir fassen zusammen:

### Wie soll ein Q.T. möglich sein?

### Die Risiken sind kolossal:

- Die Trendumkehr von Q.E. im Sinne eines Tapering wird das globale Liquiditätswachstum weiter reduzieren; Q.T würde die **Liquiditätszufuhr** komplett **abwürgen** und effektiv dem Markt Liquidität **entziehen!**
- Bereits ein Tapering reicht also, um die Konjunktur zu beschädigen, ein Q.T. dürfte die **Rezessionsgefahr** noch deutlicher erhöhen
- Bereits ein Tapering reicht also, um die Aktienmärkte von zwei Seiten zu treffen, die Performance einerseits leidet und das Bewertungsniveau kommt zurück, ein Q.T. dürfte die **Crash-Gefahr** noch deutlicher erhöhen
- Bereits ein Tapering reicht also, um den Dollar zu stützen, und die Emerging Markets zu Zinserhöhungen zu zwingen, ein Q.T. könnte die Gefahr einer **EM-Krise** erhöhen
- Bereits ein Tapering reicht also, um die Inflationserwartungen zu ersticken, ein Q.T. könnte die Gefahr einer **Rückkehr der Deflationsängste** erhöhen
- Bereits ein Tapering reicht also, um die Commodity-Märkte zu stoppen, ein Q.T. könnte die Gefahr einer **massiven Commo-Korrektur** erhöhen, und damit einen Treibers der aktuellen Teuerung ausschalten
- Bereits ein Tapering reicht also, um den Anstieg der Langfristzinsen zu dämpfen, ein Q.T. könnte die Zinskurve invertieren und ein klares **Rezessions-Signal** auslösen

„Und was, wenn das Fed blufft? Längst nicht alle Marktbeobachter sind überzeugt, dass die US-Währungshüter ihren Worten auch Taten folgen lassen. «Ich glaube, dass das Fed einen Rückzieher machen und die Geldpolitik doch nicht allzu sehr straffen wird», sagte Louis-Vincent Gave, Gründer der Researchboutique Gavekal «

[The Market 1/2022](#)

„A cynic might suggest that the Fed and other central banks have essentially painted themselves into a corner, making financial markets and the economy so dependent upon cheap money that there's no way to extricate themselves. «

[Cameron Crise 1/2022](#)

„This year, there's going to be a moment when the central banks are going to stare down the barrel of a gun, and have to decide what to do. And, you know, we can talk about what their options are, they're getting fewer by the week. And at some point, I suspect there's going to have to be some extraordinary monetary policy of the non-QE kind, rather, of the capital control, credit control kind which nobody wants. «

[Grant Williams 1/2022](#)

## Der grosse Denkfehler

**Es ist nicht die «Liquidität», es ist die Wachstumsrate der Liquidität, die zählt! Ein Tapering ist das Eine, ein Tightening etwas ganz Anderes**

- *Wir haben es klar gezeigt: Konjunktur, Aktien, Währungen, Emerging Markets, Commodities: Ihre Performance ist nicht abhängig von der «Liquidität»*
- *Sondern von der Wachstumsrate der Liquidität, diese fällt seit geraumer Zeit und droht negativ zu werden*
- *Man kann die Analogie des Heroinfixers heranziehen, der immer mehr Stoff braucht, ansonsten der Cold Turkey kommt*
- *Die Notenbanken haben in einem über 30jährigen Exzess Konjunktur und Finanzmärkte zu Junkies gemacht*
- *Die Korrelationen machen das offensichtlich für alle, die es sehen wollen*
- *Wir haben aktuell Tapering, d.h. die Wachstumsrate der Liquiditätsversorgung sinkt, auch wenn das Volumen absolut an Liquidität noch leicht steigt*
- *Der Fixer bekommt zwar noch eine stärkere Dosis, aber sie reicht nicht mehr, um einen Kick zu bringen*
- *Bald kommt jedoch jegliches Wachstum zum Erliegen, das haben die Notenbanken kommuniziert*
- *Der Fixer bekommt kleinere Schüsse*
- *Die Liquidität muss aber stetig steigen, nur dann sind die Aktienbewertungen etc gerechtfertigt*
- *Wer meint, dass die «Liquidität hoch bleibt» wenn nicht immer mehr reingesteckt wird, der könnte sich täuschen: Es ist nicht das Niveau an Liquidität, das zählt, sondern das Wachstum*
- *Ein Versiegen des Liquiditätswachstums = weniger schnelles Wachstum der Liq., = Tapering bringt Gefahren*
- *Tightening aber ist etwas anderes: = negatives Wachstum der Liquidität = Ein Rezept für Crashes*
- *Alle unsere Charts insinuierten: Ein Tightening liegt nicht drin, die Opfer wären unbeschreiblich*
- *Beim Fixer wäre dies der Entzug*
- *Man könnte auch sagen: Tapering macht alles anfällig, Tightening wäre das Ende der hohen Bewertungen, da ein Rezept für Crashes*

**Ist bereits bald viel mehr Q.E. nötig, statt weniger?**

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