



Erinnern Sie sich noch an LTCM?

Description

LTCM, ausgeschrieben Long-Term Capital Management, war ein Hedge-Fonds. 1994 gegründet, mit zwei Wirtschafts-Nobelpreisträgern als Direktoren, verschwand er vier Jahre später von der Bildfläche. Im Spätsommer 1998 stürzte seine Schieflage die Finanzmärkte in Turbulenzen. Die Fed senkte damals die Leitzinsen kräftig, ein Banken-Konsortium musste den Fonds mit einer Finanzspritze von fast vier Mrd. Dollar stützen.

Vier Mrd. Dollar – das ist in etwa der Betrag, mit dem die Fed nun US-Treasuries kaufen will – Tag für Tag bis Mitte 2011.

So ändern sich die Zeiten.

Die Fed hat am Mittwoch ihr "QE2"-Programm beschlossen, nach dem sie (zunächst) 600 Mrd. Dollar zum Ankauf von US-Staatsanleihen bereitstellen will. Die aus fälligen Papieren einströmende Liquidität soll ebenfalls für neue Käufe eingesetzt werden. Macht in der Summe rund 900 Mrd. Dollar. Das entspricht grob der erwarteten Neuverschuldung der USA. Am Donnerstag hat die Fed gleich schon mal für 4,765 Mrd. Dollar gekauft.

Irgendwo habe ich gelesen, QE2 sei das Ende vom Anfang der Finanzkrise. Das trifft es.

Wie reagierten die Finanzmärkte? So wie seinerzeit bei LTCM mit Kursstürzen? Nein, nach anfänglicher kurzer Irrfahrt wurde nach der FOMC-Sitzung gekauft – fast alles.

Die Aktienkäufer fokussieren die vermeintlichen inflationären Effekte dieser Maßnahme. Die Anleihenkäufer erwarten, dass die Fed weitere Staatsanleihen kauft. Diejenigen, die Gold kaufen, rechnen mit inflationären Effekten und damit, dass entweder der Dollar oder das Finanzsystem (oder beides) einbrechen wird. Anleihekäufer erwarten das Gegenteil und außerdem gerade keine Inflation – zumindest in der Theorie.

Der Dollar-Index ist seit Anfang September von 83 auf 76 gefallen, der Euro ist gegen den Dollar im selben Zeitraum von 1,28 auf 1,41 gestiegen. Mit anderen Worten, der Greenback ist in See gestochen mit Ziel der Länder, wo das Wirtschaftswachstum robust und/oder das Zinsniveau lohnend ist. Das sind die Emerging Markets, aber auch Europa.

Gold ist seit Anfang September von 1240 auf über 1390 Dollar gestiegen. Aktien in Gestalt der S&P 500 kletterten um fast 13 %. TBonds sind im selben Zeitraum von 134,60 auf 130,60 gefallen, deren Renditen entsprechend von 3,66 auf 4,13 % gestiegen. Interessanter sind die 10jährigen, die als wichtiger Benchmark gelten: Sie haben sich in der gleichen Zeit kaum bewegt, nämlich von 2,58 auf 2,54 %. Die Fed will ihre Treasury-Käufe auf die Laufzeiten zwischen 2,5 und 10 Jahren fokussieren.

Noch interessanter ist der Verlauf der Rendite der 3-monatigen TBills (IRX): Anfang September stand sie bei 0,13 %, aktuell notiert sie bei 0,12 %. Anfang September 2008, also unmittelbar vor dem offenen Ausbruch der Finanzkrise, stand der Wert bei 1,65 %, noch zwei Jahre früher bei 4,88% (und damit auf "Augenhöhe" zu den Renditen der 10- und der 30-jährigen Treasuries).

Ganz grob besteht zudem ein Zusammenhang zwischen "Krise", welcher Art auch immer, und der Höhe



von IRX ([siehe Chart!](#)). So lag IRX zum Beispiel am 4. September 2001 bei 3,36 %, fiel bis 10. September schon auf 3,18 % und notierte am 17. September, als die Börsen nach dem Anschlag auf die Twin-Towers wieder öffneten, bei 2,61 %. Apropos "LTCM": Anfang September 1998 lag der IRX bei 4,79 %, Mitte Oktober bei 3,6 %, danach sah man den Fall LTCM als erledigt an, IRX stieg wieder.

Setzt man IRX in Bezug zu den Leitzinsen, lässt sich ein recht zuverlässiger Krisenindikator so formulieren: Steigt die Differenz Leitzins minus IRX, so ist Vorsicht vor Turbulenzen geboten; fällt sie, steigt IRX sogar über den Leitzins, ist die (Finanz-)Welt in Ordnung. Aktuell ist dieser Indikator "ohne Befund". Er wird täglich auf der Web-Seite unter "Markt" aktualisiert.

Die 3monatigen TBills sind als Cash-Parkplatz mit einer Rendite nahe Null der beste Beweis dafür, dass sich die Wirtschaft in einer Liquiditätsfalle befindet.

Bernanke & Co sind angetreten, die Inflation anzuheizen. Die Aussichten, dass ihnen das mit QE2 oder mit QE3 oder QE4 oder ... gelingt, sind gering. Ich habe die Argumente im Artikel "QE2 ohne nachhaltigen Inflationseffekt" zusammengefasst.

Ich hatte (vielleicht ein wenig naiv) der Fed originellere und konstruktivere Ideen zugetraut. Blöd sind die Leute trotzdem nicht, aber ihre realwirtschaftlich unproduktive Klientel-Politik zugunsten des Finanzsektors kann deutlicher nun nicht mehr zutage treten.

Der Liquiditätsfalle kann man durch eine solche Politik nicht entkommen – siehe Japan der 1990er Jahre (bis heute). Vielleicht sollte man es mal mit Zinssteigerungen probieren...

Letztlich zeigt QE2 nur, dass die Instrumente der Fed und ihrer Geldpolitik hinsichtlich Realwirtschaft wirkungslos geworden sind. Das Steuer kann da wohl nur durch steigendes Vertrauen der Konsumenten und Unternehmen auf eine bessere wirtschaftliche Zukunft herum gerissen werden. Aber wo das herkommen soll, ist mir momentan schleierhaft.

Trotzdem dürfte QE2 zunächst eine weitere Expansion der Finanzmärkte stützen.

Da ist zunächst die Theorie der Portfolio-Balance, auf die Bernanke & Co setzen: Durch Fed-Käufe steigen die Bond-Preise und damit der Wert des Bond-Anteils in einem Portfolio. Um das Verhältnis zu anderen Anlagegattungen zu halten, müssen diese verstärkt gekauft werden. Dadurch steigen insbesondere die Aktienkurse, auf den daraus erhofften, die Konsumausgaben steigernden Wohlstandseffekt kann trefflich spekuliert werden.

Dass die Hoh(l)heiten der Tea-Party-Bewegung bei den Mid-Term-Wahlen zum US-Kongress hoch gespült wurden, zeigt einerseits die (berechtigte) Unzufriedenheit breiter Bevölkerungskreise mit der Politik von Obama. Das so entstehende politische Patt dürfte aber von Wall Street zunächst goutiert werden, weil "Reformen" von Obama im Banken- und Gesundheitswesen dadurch weiter verwässert werden.

Auch sonst spricht saisonal einiges für eine weitere Expansion der Finanzmärkte. So durchleben Aktien normalerweise vom Herbst bis Frühjahr ihre stärkste Zeit im Jahr.

Bernanke & Co setzen mit QE2 auch auf die Wirkung von Inflationserwartungen, also darauf, dass an irgendeinem Punkt die Wirtschaftssubjekte zu fürchten beginnen, dass Bargeld deutlich an Wert verliert, und die Liquiditätsfalle so wieder aufgeht.

Die bewusst geschürte Angst vor Geldentwertung dürfte Gold, die aus Sicht der Real-Wirtschaft unproduktivste Anlage überhaupt, noch weiter steigen lassen. Edelmetalle sind zudem aus Dollar-Sicht auch eine Absicherung gegen dessen Schwäche und natürlich kann Gold seine Rolle als Krisenmetall weiter ausspielen. Bei all dem sollte man aber bedenken, dass Silber in eine Fahnestange zu laufen droht.



Einem Absturz hier dürfte sich Gold nicht entziehen können.

Was Treasuries angeht, so lockt ein weiteres "risikoloses" Geschäft: Die Banken setzen die im Finanzsystem vorhandene Überschussliquidität von nahezu einer Bill. Dollar ein, um Bonds zu kaufen, die die Fed dann später (natürlich zu höheren Preisen) übernimmt. Die Bond-Blase wird weiter aufgeblasen, aber der liquideste aller Käufer, die Fed, steht dafür ein, dass sie nicht platzt.

Auf diese Art büßen Staatsanleihen ein stückweit ihre Indikatorfunktion als Inflationsanzeiger ein. Deren Käufer sind nicht mehr wie früher an der (sowieso mageren) Verzinsung interessiert, sondern lediglich an den kurzfristigen Kursgewinnen. Interessant in diesem Zusammenhang: Die 11-Tage-Volatilität der Rendite der 30jährigen TBonds liegt mit 1,57 % deutlich über der Volatilität der TBond-Kurse (0,73 %), noch krasser ist der Unterschied bei der 10jährigen Rendite (2,51 %). Dieser Effekt ist schon seit längerem zu beobachten und legt nahe, dass angesichts einer recht stabilen Kursentwicklung Rendite-Gesichtspunkte eine untergeordnete Rolle spielen.

Und der Dollar? Übergeordnet ist davon auszugehen, dass die US-Währung ihre Schwäche fortsetzt, auch wenn das G20-Treffen am kommenden Wochenende kurzfristig noch stören könnte. Das zeigt dann, dass Liquidität in die Emerging Markets (und nach Europa, resp. Deutschland) fließt und bei den dortigen Assets (Aktien und Anleihen) für weitere Expansion sorgt.

Mit dem Argument "Wirtschafts-Boom in Übersee treibt Rohstoffpreise" dürften Rohstoffe ebenfalls noch weitere Stärke sehen, was zeitweise inflationäre Phantasien und reale Effekte stützt. Damit bleibt der enge inverse Zusammenhang zwischen Dollarwert und Rohstoffpreisen erhalten. In Euro gerechnet dürfte die Preissteigerung weniger deutlich ausfallen.

Also bleibt nach QE2 die Erwartung: Die Flut hebt alle Boote.

Fragt sich nur wie lange – und: Wer oder was zieht den Stöpsel?