



# Das Schneeballsystem der Fed – was kommt nach QE2?

## Description

Der Total Return Fonds von Pimco, weltgrößter Anleihe-Fonds, hat seine Bestände an US-Treasuries auf Null reduziert. Der Fonds "Total Return" hat ein Volumen von 237 Mrd. Dollar. Per Januar waren davon 12 % (rund 28 Mrd. Dollar) direkt oder indirekt in US-Staatsanleihen angelegt. Pimco verwaltet insgesamt 1,1 Bill. Dollar an Kundenvermögen.

Der Barmittelbestand des Fonds steigt mit dem Verkauf der US-Treasuries von 12 auf 54 Mrd. Dollar. Im Dezember hatte Pimco angekündigt, ab dem zweiten Quartal bis zu zehn Prozent seiner Gelder direkt oder indirekt in Aktien anzulegen.

Wenn ein solch großer Akteur einen so radikalen Schnitt vollzieht, sollte man sich die Überlegungen, die zu diesem Schritt geführt genauer ansehen. Zudem naht die Deadline für "QE2" (Ende Juni). Ende April, spätestens in der ersten Mai-Hälfte will jeder wissen, wie es weitergeht.

PIMCO befürchtet, die Fed dass nach dem Auslaufen von QE2 Ende Juni keinen Exit sucht, sondern weitere QEs auflegt. Pimco-Gründer Bill Gross hatte Fed-Chef Bernanke mehrfach vorgeworfen, ein Schneeballsystem zu betreiben. Dadurch würden die langfristigen Zinsen künstlich niedrig gehalten, was den falschen Anreiz für den Staat liefert, sich noch weiter zu verschulden. Da Gross eine nachhaltigere Inflation erwartet, rechnet er zudem mit einer real immer weiter sinkenden Verzinsung, wodurch Treasuries als Anlage uninteressant werden.

"Quantitative Easing", schreibt Gross in seinem "Investment Outlook", hat Geld in das Finanzsystem gepumpt, um private Kredite zu ersetzen, die im Deleveraging-Prozess der Finanzkrise untergegangen sind. Die Überschussliquidität hat zu künstlich niedrigen mittel- und langfristigen Zinsen geführt (Hypotheken und TBonds), was Gelder in riskantere Assets, z.B. Aktien, umgelenkt hat. Gleichzeitig hat die Fed die Erwartung verbreitet, höhere Aktienkurse würden zu einem Wohlstandseffekt führen. Der soll im Gegenzug neue private Kredite generieren, damit neue Jobs entstehen und insgesamt eine erneute wirtschaftliche Expansion befördern.

Bis dato sei viel davon aufgegangen, resümiert Gross: Die Zinsen sind niedrig, die Aktienkurse haben sich in zwei Jahren verdoppelt und die US-Wirtschaft wird in diesem Jahr wohl um 4 % wachsen. Auf der anderen Seite muss durch die Keynesische staatliche Anreizpolitik ein Budget-Defizit von 1,5 Bill. Dollar verkräftet werden. Die Erholung des Arbeitsmarktes ist bis jetzt flau, und auch mit der Generierung neuer Kredite hapert es. Der Übergang von staatlicher zu privater Verschuldung (also der Rücktransfer) ist noch nicht einmal ansatzweise eingeleitet. Es hat lediglich eine Verschiebung der Verschuldung hin zur Fed stattgefunden.

Der erfolgreiche Schuldenübergang entscheidet aber letztlich über Ausblick eines soliden Realwachstums und den Abbau von Schulden und Verschuldungsgraden. (Das gilt auch umgekehrt – ein realistischer Ausblick in eine solide wirtschaftliche Zukunft ermöglicht erst einen entsprechenden Schuldentransfer).

Wenn der private Sektor am 30. Juni 2011 nicht auf eigenen Beinen steht, dann wird sich "QE2" als gewaltiger Flopp erweisen, schreibt Gross. Und wenn der private Sektor sich dem Schuldenübergang verweigert, wer dann wird die US-Staatsschulden künftig kaufen?

Das Augenmerk richtet sich auf China. Das Land hält US-Anleihen im Wert von 1,16 Bill. Dollar (Das



chinesische BIP kommt auf rund 5 Bill. Dollar). Gross meint, die Überschussländer, China gehört dazu, seien wie bisher auch künftig für 500 Mrd. Dollar jährlich gut.

Aber sonst? Banken würden lieber Kredite vergeben, als TBonds zu kaufen. Und Anleihe-Fonds haben kaum noch Mittelzuflüsse. (Im Gegenteil – zuletzt gab es deutliche Netto-Abflüsse. In den vergangenen Monaten brachen die Anleihen-Kurse von US-Bundesstaaten, -Städten und -Kommunen deutlich ein, die langfristigen Zinsen dieses Segments haben Ende 2010 ein 16-Monatshoch markiert. Der "Merrill Lynch Municipal Master Index" hatte sein schlechtestes Quartal seit 1994, einem der schlimmsten Jahre für die Anleihemärkte seit Beginn der lfr Anleihe-Hausse im Jahr 1981.)

Bei der Frage, wer neu kaufen wird, ist die Verzinsung und deren Rückwirkung auf den Kurs entscheidend. Gross schätzt, dass die Treasury-Renditen etwa 1,5 % zu niedrig sind in einem historischen Kontext unter der Annahme eines nominalen Wachstums von 5 % p.a. Das ergibt sich u.a., daraus, dass 10-jährige Treasury-Renditen (aktuell unter 3,5 %) im Mittel etwa das nominale BIP-Wachstum widerspiegeln. Die 5-jährigen Treasuries werden im Mittel über die zurückliegenden 100 Jahre real mit 1,5 % verzinst, aktuell ergibt sich eine negative Verzinsung von 0,15 %. Und schließlich haben sich die nominalen Zinsen für Fed Funds in den vergangenen 40 Jahren bei einem nominalen BIP-Wachstum minus 0,75 % eingependelt. Jetzt liegen sie weit unterhalb dieser historischen Bezugslinie. Folgt man der Argumentation von Gross und unterstellt (wie er) ein BIP-Wachstum von 5 % nominal. Dann müssten die Bond-Renditen um etwa 40 % steigen, um wieder in den historischen Kontext zu passen.

Die gegenwärtig künstlich niedrigen Zinsen werden weder Händler noch Investoren in den Treasury-Markt zurück locken. Wer lädt sich schon freiwillig Anleihen eines hoch verschuldeten bis überschuldeten Schuldners auf mit einem Zins, der vergleichsweise gute Bonität vorspiegelt? Hinzu kommt: Reinhart und Rogoff nennen in ihrem Buch "This Time Is Different" aus historischen Vergleichen eine Verschuldung von 80 bis 90 % des BIP als Grenze, oberhalb derer eine weitere Verschuldung kontraproduktiv wird. Das ist in den USA erreicht.

Damit steht sich die Veranstaltung selbst auf den Füßen: Das Schuldenniveau ist so hoch, dass weitere Schulden eher kontraproduktiv sind, die Zinsen sind unangemessen niedrig. Die Fed setzt (s.o.) auf den Wohlstandseffekt v.a. aus steigenden Aktienkursen und seine Wirkung auf der Nachfrageseite. Stiegen die Renditen aber auf das oben beschriebene historische Normal, sinkt das "faire KGV" nach Fed-Modell entsprechend von jetzt rund 29 auf gut 17. "17", das ist gerade die aktuelle Aktien-Bewertung. In einem Treasury-Normalisierungsprozess würden Aktien also tendenziell unter Überbewertungsdruck kommen und damit noch korrekturanfälliger werden. Die Fed würde ihrem Wohlstandseffekt ein Bein stellen.

Scheidelinie: Entweder beginnen Staat und Fed jetzt den Rückzug mit Sparen, Haushaltsdisziplin und Abbau der Überschussliquidität, und lassen steigende Zinsen zu. Wenn der private Sektor dann, getragen auch von der Erwartung nachhaltigen realen Wachstums, als Bond-Käufer zurückkommt, kann eine allmähliche Normalisierung einsetzen. Oder aber die Marktmechanismen bleiben weiter außer Kraft, es werden irrealer Asset-Blasen gezüchtet, die Wirtschaftssubjekte leben weiter in einer künstlichen Welt. Die Junkies brauchen dann immer mehr Stoff, sprich Liquidität, sonst kommen die schrecklichen Folgen des kalten Entzugs. Dann wird es keine Übergabe der öffentlichen Schulden in private Hände, die Normalisierung, geben.

Bernanke weiß es besser: Er sagte schon vor einiger Zeit, der Fehler in Japan bei der Bekämpfung der Krise der 1990er Jahre sei gewesen, dass man mit der Politik des Quantitative Easing zu früh aufgehört hat. Also: Mehr QE.

Und so dürften die neuen Staatsschulden zu 70 % bei der Fed landen, 30 % übernimmt wie bisher das Ausland (zur Wechselkurspflege). Damit ist das Volumen des nächsten QE-Programms vorgezeichnet: 1 Bill. Dollar auf 12 Monate. Zum Vergleich: QE2 kommt auf 600 Mrd. Dollar in acht Monaten plus



Wiederanlage zurückgezahlter Anleihen (geschätzt 200 bis 300 Mrd. Dollar).

Gross hat seine Antwort auf die Frage, ob die Normalisierung bei den Staatsanleihen gelingt, gegeben. Anleihebesitzer seien einen Pakt mit dem Teufel eingegangen. Da helfe nur noch "Exorzismus" – den hat er in seinem Fonds vollzogen – siehe oben! Nachtrag: Bei einer Auktion am 10.03.2011 war die 30-jährigen US-TBonds überzeichnet – so stark wie seit elf Jahren nicht.