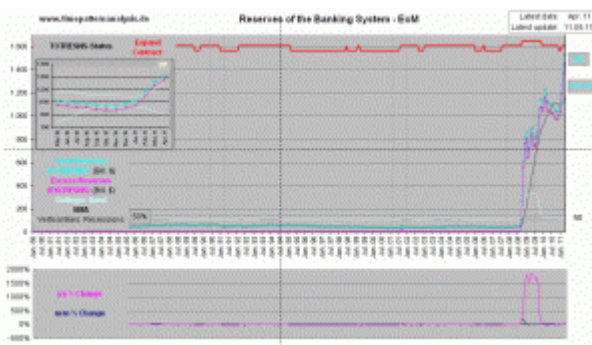


Was wird, wenn QE2 zur Jahresmitte ausläuft?

Description

QE2, quantitative easing, die mengenmäßige Lockerung der (US-)Geldpolitik, startete Anfang Nov 2010. Das Programm sieht den Kauf von US-Treasuries mittlerer Laufzeiten in einem Volumen von 600 Mrd. Dollar vor.

Die Wirkung von QE2 lässt sich an der Entwicklung der Reserven des US-Bankensystems ablesen. Die sind seit November 2010 um 500 Mrd. Dollar angewachsen, im gleichen Ausmaß haben sich die Überschussreserven erhöht (siehe Chart!), die Kreditfähigkeit hat sich nicht ausgeweitet.



Zusätzlich zum QE2-Volumen werden Mittel aus fällig werdenden Anleihen reinvestiert, der hieraus resultierende Betrag wird auf weitere 300 Mrd. Dollar geschätzt.

Der Dollar war mit QE2 deutlich geschwächt worden, weil die geschaffene Liquidität außer Landes ging. Das Ende von QE2 selbst würde ihn nur dann tangieren, wenn die Fed die Überschussliquidität gleichzeitig wieder absorbierte. Das gleiche gilt für Aktien und Rohstoffe, deren Preise durch QE2 kräftig zugelegt haben.

Wenn die Liquiditätszufuhr allerdings stockt, fehlt der Treibstoff für weitere Steigerungen. Und wenn keine kurzfristigen Handelsgewinne mehr winken, steigt die Wahrscheinlichkeit, dass Gewinne realisiert werden und die Märkte kontrahieren. Und wenn das geschieht, verstärkt sich die Tendenz, den Dollar heim zu holen. Dann dürfte der Dollar vor allem gegen die Währungen gewinnen, in deren Räumen er während seiner QE2-Mission unterwegs war.

Ist das so einfach? Welche makroökonomischen Umstände sprechen für eine solche These? Und wie sieht es bei TBonds, allgemeiner US-Treasuries, aus?

Weithin wird die Auffassung vertreten, dass nach Auslaufen von QE2 die Zinsen kräftig steigen werden. Der Total Return Fund von PIMCO, weltgrößte Fondsgesellschaft, hat sich im ersten Quartal 2011 im Vorgriff auf eine solche Erwartung von allen US-Treasuries getrennt und ist aktuell sogar leicht short darauf eingestellt. Begründet wird die Erwartung steigender Zinsen (und fallender Bond-Preise) damit, dass nach Auslaufen von QE2 ein großer Käufer, die Fed, wegfällt.

Der TBond-Future hatte Anfang Nov 2010, als QE2 startete, bei knapp 132 notiert, dann fiel er bis Anfang Februar 2011 auf fast 117. Danach stieg der Kurs bis Mitte März auf 124, dann ging es erneut abwärts bis 118,50 am 11. April. Aktuell steht der Kurs über 125, etwas über der Mitte der Spanne zwischen Hoch und

Tief seit Start von QE2. Trotz des „großen Käufers“ ist also der Kurs von November 2010 bis Anfang Februar 2011 per Saldo gesunken, die Rendite entsprechend gestiegen.

Ein inverser Zusammenhang mit den Aktienkursen, dargestellt am S&P 500, ist offensichtlich. Der TBond-Kurs sank seit Mitte September 2010, als die Fed zum ersten Mal öffentlich Andeutungen zu einem weiteren QE-Programm machte, mit steigenden Aktienkursen und stieg erst wieder an, als die Aktienmärkte in technisch stark überkaufter Lage und kurz darauf wegen der Japan-Katastrophe ins Trudeln kamen. Zuletzt sorgte der Rohstoff-Crash für Verunsicherung bei den sogenannten riskanten Assets und gab TBonds nochmals weiteren Auftrieb (siehe Chart!).



QE2 hat sichergestellt, dass die Treasury-Besitzer ihren „Kram“ zu kalkulierbaren Konditionen los werden konnten. Die Betonung liegt auf „kalkulierbar“. Kalkulierbar auch in dem Sinne, dass die Fed klar signalisiert hat, auf steigende Aktienkurse abzielen. Das hat Fed-Chef Bernanke kürzlich auf einer Pressekonferenz der Fed nochmals ausdrücklich bestätigt. „Don't fight the fed,“ wird sich da mancher gedacht haben und auf den Aktien-Zug aufgesprungen sein, als Bahnhofsvorsteher Bernanke das Signal zum Einstieg gab.

Der Chart stellt den Verlauf von S&P 500 und der invertierten Rendite 10-jähriger Treasuries dar (die auch in etwa stellvertretend zum entsprechenden Kurs ist). Die altbekannte, im großen Rahmen gegenläufige Intermarket-Korrelation zwischen Aktien und Anleihen ist gut erkennbar. Deutlich auch, dass zwar Treasuries um den mittleren Trend herumschwingen, der S&P 500 jedoch nicht. Das hat ohne Zweifel mit der hohen, Aktien stützende Liquiditätsausstattung zu tun, sowie auf der anderen Seite mit Bedenken hinsichtlich der hohen Staatsverschuldung.

Ich rechne damit, dass sich die bei den Treasuries seit Anfang Februar, bei Aktien seit Anfang Mai eingeschlagenen Trends fortsetzen und sich mit Ziel August/September an der mittleren Trendlinie treffen werden. Als grobe Richtwerte für die Zielkurse kommen in Betracht: Beim S&P 500 1180 bis 1220, beim TBond-Future 130 bis 135. Damit wären die beiden Teilmärkte wieder ungefähr da, wo sie im November 2010 standen.

Man mag einwenden, das Zielszenario basiert auf mechanischer Fortschreibung der Verhältnisse der Vergangenheit. Dahinter stehen jedoch handfeste wirtschaftliche Zusammenhänge. Aktien und Treasuries sind alternative Anlagen, deren konkurrierende Bewertung sich im Konjunkturzyklus verschiebt. In wirtschaftlichen Schwächephasen sind Anleihen gesucht, Aktien werden verkauft, mit Anlaufen der Konjunktur sind Aktien niedrig, Anleihen hoch bewertet, Aktien werden dann ge-, Anleihen verkauft. Das wird im Chart dadurch wiedergegeben, dass sich die Zeitreihen von S&P 500 und invertierter Rendite zyklisch voneinander entfernen und wieder aufeinander zulaufen.

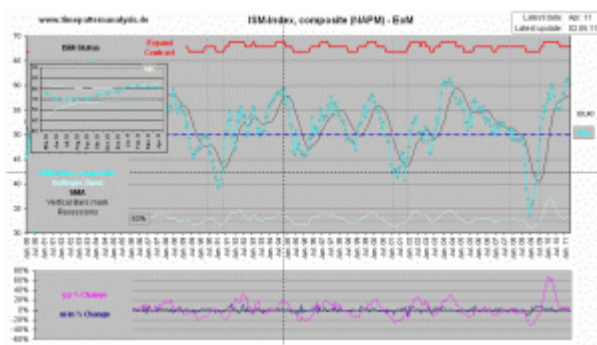
Dieser Zusammenhang besteht auch bei und nach QE2 weiter fort – zumindest so lange die potentiellen Bond-Anleger noch (ein Mindestmaß an) Vertrauen in die Bonität des Schuldners haben.

Allgemein wird davon ausgegangen, dass die Investoren US-Treasuries gegenüber immer zurückhaltender

werden. Es wird darauf verwiesen, dass S&P kürzlich davor gewarnt hat, den Ausblick auf die Bonität auf „negativ“ zu setzen. US-Treasuries werden aktuell mit der Bestnote geratet. Dass die Schuldensituation der USA nicht eben günstig ist, weiß jeder. Aber darin unterscheidet sich das Land nicht von vielen anderen Industrieländern.

Der Punkt, dass die Akteure US-Treasuries meiden wie der Teufel das Weihwasser, ist bisher nicht erreicht. Und so lange das so ist, bleiben Staatsanleihen und Aktien alternative Anlageklassen.

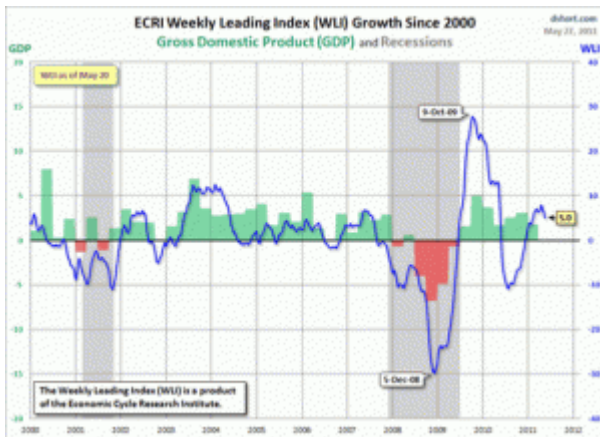
Die sich momentan abzeichnende Makrolage untermauert eine kommende Schwäche bei Aktien. In vielen Zeitreihen von Makrodaten zeichnet sich ein Tempoverlust ab. Das gilt auch für „weiche“ Sentiment-Indikatoren. Beispielhaft dafür sei der Verlauf des ISM-Index gezeigt (siehe Chart), der die Stimmung im produzierenden Gewerbe der USA widerspiegelt. Die danach im Mai herausgekommenen Werte weiterer regionaler US-Stimmungsindikatoren in der Produktion zeigen sämtlich bestenfalls eine flache, in der Regel eine abwärts gerichtete Tendenz.



Der wichtigste Punkt: Das US-BIP hat im ersten Quartal annualisiert nur um 1,8 % zugelegt hat nach plus 3,1 % im Vorquartal. Das ist ein sehr deutlicher Abfall. (Das deutsche BIP ist im Quartalsvergleich hingegen um 1,5 % angestiegen – mithin annualisiert etwa dreimal so stark.)

„Tempoverlust bei vielen Makrozeitreihen“, das bedeutet zunächst nur, dass sich die Steigerungsraten abschwächen, teilweise im April auch stagniert haben. Eine nachhaltige Abwärtsrichtung hat bisher keine der von mir verfolgten Zeitreihen eingeschlagen.

Der WLI (weekly leading index) des ECRI (siehe Chart!) sinkt seit fünf Wochen. Der Index kann eine eindrucksvolle Erfolgsgeschichte vorweisen, hat sechs von sieben Rezessionen seit den 1960er Jahren richtig vorhergesagt, bei einer lief er etwas hinterher. Sein Einbruch in 2010 zeigt klar, dass die Gefahr eines double dip bestand, dem die Fed mit QE2 begegnen konnte (fügen wir besser „zeitweilig“ ein). Der WLI bestätigt damit die Diagnose „Durchhänger“, zunächst nicht mehr.



Der Rohstoff-Crash von Anfang des Monats wird häufig in Zusammenhang mit sinkender globaler Nachfrage gebracht. Auf jeden Fall war der Bereich, QE2 sei dank, spekulativ überhitzt. Ob das die alleinige Ursache war, ist noch schwer zu beurteilen. Tatsache ist, dass sich die Preise für industrielle Rohstoffe insgesamt mit einer Erholung nach dem Crash gegenwärtig schwer tun – ein Warnzeichen. Edelmetalle zeigen sich da fester, was aber wohl wesentlich mit ihrer Funktion als „safe-heaven“ zu tun hat.

Angesichts des hohen Verschuldungsgrades wiegt nachlassendes Wachstum besonders schwer. Schon bei einem BIP-Wachstum von unter 2 % steigt die Wahrscheinlichkeit einer Rezession schnell an. Daher reagieren die „Märkte“ auf nachlassendes Momentum, „Tempoverlust“, bei der wirtschaftlichen Erholung gegenwärtig besonders empfindlich.

Eine gewisse Abkehr von allzu großer Risikoausrichtung hat sich schon seit Anfang April offenbart. Seit diesem Zeitpunkt laufen defensive Aktien-Sektoren, wie Gesundheitswesen, Versorger, Versicherungen, und bestimmte Konsum-nahe Bereiche (z.B. Nahrungsmittel) mit relativer Stärke. „Laufen“ oder „liefen“? Gegenwärtig zeigen nämlich auch diese Ermüdungserscheinungen – möglicherweise Vorbote umfassenderer Risikoaversion.

Aus der Währungssecke kommen Signale, die ebenfalls zu Vorsicht mahnen. Zwar konnte Euro/Dollar (ECW) vor einigen Tagen den Pegel von 1,40 verteidigen und zum Wochenschluss über 1,4230 steigen, dem Pegel von Anfang November, als QE2 startete (siehe Chart!).



Dem entspricht, dass der Dollar-Index unter 75,80 sank (siehe Chart!).



Betrachtet man „dahinter“ aber z.B. Euro/Yen (EYN) und Dollar/Yen (JPY) so ergibt sich kein „starkes“ Bild. Der festere Euro/Dollar ging zuletzt wesentlich von einem schwachen Dollar/Yen aus ($ECW = EYN/JPY$). Momentaufnahme? Ja, aber eine, die zur Vorsicht mahnt. Nachhaltig bullische Aktien-Phasen waren in den zurückliegenden Jahren stets begleitet von festeren Euro/Yen UND Dollar/Yen.

Zeigt Euro/Dollar Schwäche (kommt oberhalb 1,4230 nicht weiter) und vor allem der Dollar-Index Stärke (steigt über 75,80), so ist das ein weiteres Warnzeichen für eine Kontraktion der Finanzmärkte. Das gilt erst recht, wenn die Marke von 1,40 beim Euro/Dollar fällt.

Wenn die Eigendynamik der Märkte wegen fehlender bullischer Phantasie nachlässt, dann werden sie anfällig für schlechte Nachrichten und externe Schocks. Die momentan labile Gesamtverfassung der „Märkte“ kann die Euro-Schuldenkrise kaum so ignorieren, wie das im Herbst beim „Schuldenfall“ Irlands war. Zumal die Lage heute wesentlich ernster ist – ein weiteres Land, Portugal, ist zum akuten Notfall geworden. Und Spanien könnte der nächste Dominostein sein. Nie vergessen: Es geht bei der Euro-Staatsschuldenkrise „eigentlich“ um die Rettung des europäischen Bankensystems.

Die Voraussetzung des oben skizzierten Szenarios ist, wie erwähnt, dass die Investoren Vertrauen in die Bonität des Schuldners, den US-Staat, haben. Auch hier steht eine Belastungsprobe an: Die Verschuldungsgrenze ist erreicht und die Regierung wird Anfang August zahlungsunfähig, wenn man sich im US-Kongress nicht einigt, diese anzuheben.

Genug Stolpersteine für die Bullen. Die werden darauf setzen, dass die Notenbanken zu gegebener Zeit die Geldschleusen erneut aufreißen. Zu recht? Ja. Ob das wieder hilft, eine Rezession zu verschieben? Mal sehen.