



Jahrestage

Description

Wie jedes Jahr kamen die Zentralbanker und Spitzenökonomien auch dieses Jahr wieder im amerikanischen Jackson Hole zusammen. Hole, auf deutsch „Loch“ – eine schöne Anspielung darauf, was die Finanzkrise in die Weltwirtschaft gerissen hat.

Ziemlich genau vor einem Jahr hatte US-Notenbankpräsident Bernanke hier noch etwas verklausuliert von der Möglichkeit eines weiteren QE-Programms gesprochen. Das begeisterte die Akteure an den Finanzmärkten so, dass damals der Ende April mit dem ersten Ausbruch der Griechenland-Krise begonnene Kursrutsch bei Aktien endete. Anfang November 2010, QE2 wurde offiziell in Gang gesetzt, war schon wieder das Niveau vom April erreicht.

Gestern war Bernanke wieder dran. Im Vorfeld war gerätselt worden, welche Maßnahmen er bei seiner Rede in Aussicht stellen könnte. Viele Kapitalmarktexperten maßen seiner Rede eine Schlüsselrolle für die Zukunft der Aktien- und Anleihemärkte, wie auch der US-Konjunktur zu.

Die kühnsten Hoffnungen der „Liquiditäts-Junkies“ unter den Beobachtern richteten sich darauf, dass Bernanke in diesem Jahr ein weiteres QE-Programm andeutet. Andere Beobachter warnten vor überzogen hohen Erwartungen. Aber alle erwarteten irgendetwas, sei es eine gezielte Unterstützung des notleidenden Immobiliensektors, sei es eine Zusicherung, die Fed-Bilanz zumindest bis Mitte 2013 nicht zu verkürzen.

Heute, nach dieser Rede, ist klar: Bernanke hat nahezu alle Erwartungen enttäuscht. Er kündigte keine Konjunkturstütze der Fed an, sondern vertröstete die „Märkte“: Die US-Notenbank verfüge über eine Reihe von Instrumenten, um die Konjunktur zu stärken. Über Maßnahmen werde aber erst am 20. und 21. September auf dem nächsten regulären Treffen des Offenmarktausschusses der Fed entschieden, das hierzu eigens auf zwei Tage verlängert wird.

Die Ankündigung eines neuen QE-Programms hätte möglicherweise als sehr negatives Signal bezüglich der wirtschaftlichen Verfassung der USA verstanden werden können. Zumal die US-Wirtschaft weiterhin mit den Problemen wie vor QE2 kämpft – hohe Arbeitslosigkeit, geringes Wachstum, Überschuldung. „Es ist offensichtlich, dass die Erholung von der Finanzkrise weit weniger robust war, als wir gehofft hatten“, sagte Bernanke.

Bernanke hatte vor seiner Zeit als Notenbankchef als Wirtschaftsprofessor die Große Depression der 1930er Jahre untersucht und daraus abgeleitet, dass die Notenbanken in einer solchen Krise die Liquiditätsschleusen aufreißen müssten. Das hatte die japanische Notenbank in den 1990er Jahren auch getan, mit dem Ergebnis einer „verlorenen Dekade“ (eigentlich bereits zwei...). Da sich die Situation in den USA genauso „anfühlt“, werfen die einen Bernanke nun vor, er hätte zu wenig Geld in die Märkte gepumpt, während andere kritisieren, er treibe lediglich die Inflation an.

Das Drehen am Geldhahn in Krisen wird seit 100 Jahren praktiziert. Damit wurden strukturelle Probleme immer nur zugekleistert und der Boden für die nächste Krise bereitet. Bei strukturellen Problemen der Volkswirtschaft ist eigentlich ein ganzes Bündel an Maßnahmen erforderlich, v.a. auf der Ebene der Realwirtschaft. Die im internationalen Rahmen bisher zur Überwindung der jüngsten Finanzkrise zur Verfügung gestellten mehr als 30 Bill. Dollar haben das Ruder nicht herum gerissen, allein das sollte einen schon an der Allmacht der geldpolitischen Flutungsmaßnahmen zweifeln lassen.



Welche Optionen hätte die Fed überhaupt noch in ihrer inneren geldpolitischen Logik, um den „Märkten“ Besserung in Aussicht zu stellen?

Vor kurzem hatte die US-Notenbank schon zugesichert, die Leitzinsen bis Mitte 2013 auf dem aktuellen Niveau zwischen Null und 0,25 % zu halten. Mit einer baldigen Erhöhung der Leitzinsen hatte sowieso kaum jemand gerechnet. Hier war und ist der Spielraum der Fed ausgeschöpft.

Die Fed könnte aber nun Schritte ergreifen, die dazu führen, dass die Banken weniger Liquidität bei ihr parken. Das könnte durch eine weitere Senkung des aktuell schon niedrigen Satzes bis in den negativen Bereich geschehen. Wenn dadurch die Kreditfähigkeit angestachelt würde, könnte dieser Schritt Wachstum induzieren und damit unter kurzfristigen fundamentalen Aspekten unter Umständen einen gewissen Sinn machen. Allerdings würden dadurch US-Geldmarktfonds in Bedrängnis kommen, die von positiven Zinsen im Interbankenmarkt leben.

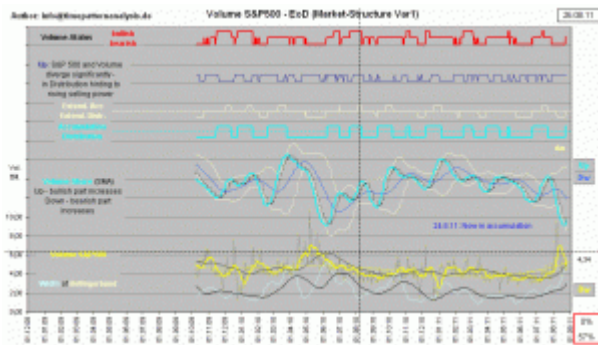
Durch QE1 und QE2 hat die Fed Wertpapiere für gut 2,650 Bill. Dollar in ihrem Besitz. Gegenwärtig werden frei werdende Mittel aus auslaufenden Anleihen wieder angelegt, um steigende Zinsen zu verhindern. Davon kann zur Zeit allerdings sowieso keine Rede sein – die 10jährigen Renditen hatten erst vor kurzem ein 50-jahres-Tief markiert. Wenn die Fed nun in Aussicht stellt, analog zu ihrer Zusicherung niedriger Leitzinsen bis zum Nimmerleins-Tag auch ihre Bilanz nicht zu verkürzen, würde ein solcher Schritt wohl als zusätzliches Signal gesehen, die Zinsen über alle Laufzeiten hinweg noch lange auf einem extrem niedrigen Niveau zu halten.

Schließlich könnte die Fed erneute Anleihekäufe ankündigen, also etwa ein QE3. Damit würde sie hoffen, die Anleihezinsen niedrig halten zu können und Anleger in riskantere Vermögensklassen (Aktien usw.) zu drängen. Daraus könnten sich Vermögenseffekte ergeben, die die Konsumtätigkeit stimulieren. Zudem könnten niedrige Zinsen Unternehmen ermuntern, Kredite aufzunehmen. Das Ende Juni ausgelaufene QE2 war genau mit solchen Zielen angetreten – nachhaltig bewirkt hat das Programm im fundamentalen Sinne nichts.

Die Zinsdifferenz zwischen sehr kurzen und langen Laufzeiten ist seit Mitte April deutlich zurückgegangen, besonders deutlich sind die Renditen für 10jährige Treasuries gesunken, auf die sich die Fed bei QE2 konzentriert hatte. Die Differenz zwischen den Renditen für 10 und für 30 Jahre Laufzeit ist hingegen deutlich gestiegen, und zwar von 1,0 auf zuletzt 1,4 %. Das könnte ein Hinweis sein, dass die Fed künftig am langen Ende tätig wird.

Dies käme der Ankündigung gleich, die Zinsen über alle Laufzeiten nicht nur bis zum Nimmerleins-Tag, sondern bis weit dahinter niedrig zu halten. Denn wenn sich die Fed etwa bei Umschichtungen auf lange Laufzeiten bis hin zu 30 Jahren konzentriert, erschwert das den späteren Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik nur weiter. Eine Bilanzverkürzung ginge dann auf absehbare Zeit nur durch Verkauf von Anleihen. Der damit wahrscheinlich verbundene zinstreibende Effekt könnte jeden noch so zarten Anflug von Wachstum ersticken, was in der inneren geldpolitischen Logik einen Ausstieg noch unwahrscheinlicher als unwahrscheinlich macht.

Bevor ich zum zweiten Jahrestag komme, noch kurz ein Blick auf die Aktienmärkte. Die waren vor Bernankes gestriger Rede abgetaucht. Insbesondere der Nasdaq erstand aber danach rasch aus den roten Niederungen auf und beendete den Handel mit einem sehr deutlichen Plus. Er hat damit sein am 18. August gerissenes Gap-down geschlossen und wie der Dow und der S&P 500 auch (teilweise knapp) die nun steigende EMA14 überwunden. Mitte der Woche war die Volumenverteilung an der NYSE in Akkumulation gewechselt – ein Zeichen für Kaufdruck. Zuvor hatte sie sich seit 22. Juli in Distribution befunden (siehe Chart!). Das spricht dafür, dass die Aktienkurse zunächst weiter nach oben ausrichten dürften.



Zusammen mit Aktien stiegen auch alle anderen Asset-Klassen – Rohstoffe, Edelmetalle und TBonds. Die reichlich vorhandene Liquidität möchte mehr Rendite erzielen als z.B. 0,01 % für 13-wöchige TBills.

Vor 40 Jahren ging die Ära der Verträge von Bretton Woods zu Ende. Es brach eine neue Ära der internationalen Handelsbeziehungen an und legte den Grundstein für eine Entwicklung, die nahtlos mündet in das Platzen der Schuldenblase im Herbst 2008. Das hat zu einem Transfer privater zu öffentlichen Schulden geführt (siehe Staaten – Schulden ohne Ende). Die Gesamtverschuldung (öffentliche plus private Schulden) ist dabei kaum gesunken. Schlimmer noch: Die Politik hat sich in den Wirren des Herbstes 2008 erpressbar gemacht hat.

Sie hat auch geholfen, das "Geschäftsmodell" zu etablieren, wonach Banken sich zu nahezu Null % Zinsen Mittel bei der Notenbank besorgen, damit hochverzinsliche Anleihen von fast-pleite-Staaten kaufen. Wenn die Rating-Agenturen schließlich Alarm schlagen, erwarten sie, dass ihre "Investments" durch Notenbanken und/oder Regierungen abgesichert werden. Das wird dann z.B. Rettung der Eurozone genannt... Mehr dazu im Blog der TimePatternAnalysis: [Vor 40 Jahren endete Bretton Woods](#).