



Vor Fed-Sitzung und Quartalssaison

Description

Jeder weiß, dass Griechenland pleite ist. Nach Credit Default Swaps liegt die Wahrscheinlichkeit einer Pleite Griechenlands bei über 90%, in dieselbe Richtung weist die Rendite zweijähriger Staatsanleihen mit über 90%.

Weil aber „nicht sein kann, was nicht sein darf“, wird an den Finanzmärkten seit einigen Tagen mal wieder so getan, als hätte es nie eine Staatsschuldenkrise der Eurozone gegeben.

Am Freitag gab es ein im Vorfeld viel beachtetes Treffen der Euro-Finanzminister unter „An“-Teilnahme ihres US-Kollegen Geithner. Historisch einmalig – aber um so mehr verwundert es, wie wenig dabei herauskam. Nämlich nichts. Ich hatte (wieder einmal) mehr erwartet. Es dürfte nicht nur mir so gegangen sein.

Denn nachdem sich das Null-Ereignis herumgesprochen hatte, erstarkte der Dollar-Index wieder und auch Gold, das zuletzt klar unter 1800 gefallen war, erholte sich und notiert wieder darüber. Damit ist der Goldpreis zwar in sein zuletzt gebildetes Aufwärtsdreieck zurückgekehrt (siehe im Blog: [Gold – kurzfristige Entscheidung](#)). Die Chartsituation wirkt aber erst einmal „angeschlagen“.

Schuldenkrise – nur mal zur Erinnerung, bevor es vergessen geht: Sämtliche europäischen Rettungspakete umfassen ein Volumen von nominal rund 1543 Mrd. Euro. Wenn alles schief geht, wäre Deutschland mit bis zu 595 Mrd. Euro dabei.

Im Detail entfiel im Falle einer Pleite von Griechenland, Italien, Portugal und Spanien auf Deutschland ein Anteil von 15 Mrd. Euro am Rettungspaket des IWF im Gesamtumfang von 250 Mrd. Euro.

Der IWF-Rettungsplan für Griechenland hat einen Umfang von 30 Mrd. Euro, zwei Mrd. Euro kommen aus Berlin. Der EU-Rettungsplan für Griechenland hat einen Umfang von 80 Mrd. Euro geschnürt. Der deutsche Steuerzahler ist im Falle eines Falles mit 27 Mrd. Euro dabei.

Die EZB hat für mittlerweile rund 143 Mrd. Euro für Staatsanleihen gefährdeter Euro-Länder ausgegeben. Auf Deutschland entfällt davon ein Betrag von 48 Mrd. Euro. Die Verbindlichkeiten Griechenlands, Portugals, Irlands und Spaniens nach Target2 der EZB machen einen großen Teil der Gesamtsumme von 340 Mrd. Euro aus. Deutschland hat daran einen Anteil von 113 Mrd. Euro.

Zu Bareinzahlungen von 80 Mrd. Euro in den im Juli erweiterten Hilfsfond EFSF haben die Euro-Länder Garantien in Höhe von insgesamt 620 Mrd. Euro übernommen. Deutschland trägt im Fall eines Falles daran gut 200 Mrd. Euro. Wie die FAZ jedoch berichtet, liegt das deutsche Haftungsrisiko für den EFSF mit 400 Mrd. Euro rund doppelt so hoch. Die Deutsche Bank weist nämlich darauf hin, dass auch Zinszusagen berücksichtigt werden müssen, die der Hilfsfonds eingeht, wenn er sich refinanziert. Das hatte Finanzminister Schäuble zu erwähnen vergessen, als es kürzlich im Bundestag um dieses Thema ging.

Nun sehen wir mal nicht ganz so schwarz und nehmen an, dass „im Falle eines Falles“ der deutsche Steuerzahler „nur“ mit 300 Mrd. Euro belastet wird, das sind 12% des deutschen BIP. Das können wir uns doch leisten! Oder? Wo die KfW doch ausgerechnet hat, dass die Mitgliedschaft in der Eurozone Deutschland in den vergangenen zwei Jahren 50 bis 60 Mrd. Euro beschert hat... (gegenüber der Fiktion, wir hätten noch die Mark).

Vergessen wir nicht: Wenn auch Portugal, Italien, Irland und Spanien in Schieflage geraten, die der jetzigen von Griechenland ähnelt, dürften die Rettungspakete bei weitem nicht reichen. Beobachter schätzen, dass hierzu der EFSF, oder wie die Nachfolgemodelle heißen mögen, etwa 2000 Mrd. Euro groß sein müsste. Der Anteil Deutschlands stiege dann nominal (ohne Berücksichtigung etwa von Zinszusagen) um rund 380 Mrd. Euro und damit auf knapp 1000 Mrd. Euro insgesamt. Dabei ist der unwahrscheinliche Fall vorausgesetzt, die anderen Rettungsbestandteile, wie z.B. die Maßnahmen der EZB, blieben gleich.

Die Aktienkurse sind in den zurückliegenden Tagen stark gestiegen. Allen voran der DAX, der gut 10% zulegen konnte. Aber die US-Indices haben sich im Vergleich hierzu seit Ende Juli deutlich besser gehalten. Auch das ein Hinweis darauf, dass die europäische Schuldenkrise wohl dramatischer gesehen wird als die Probleme in den USA.

Zur Beruhigung der „Märkte“ hatten in dieser Woche auch Meldungen über koordinierte Zentralbanken-Aktionen beigetragen, die sicherstellen sollen, dass die europäischen Banken über genügend Dollar-Liquidität verfügen. Ängste, die Schuldenkrise der Eurozone könnte zu einer Kredit-Klemme führen, traten daraufhin in den Hintergrund.

Am zurückliegenden Freitag war der dreifache Verfallstag an die internationalen Börsen. Ein solches Ereignis führt im Vorfeld gelegentlich zu starken Verwerfungen. Und so muss man wohl auch dieses Mal davon ausgehen, dass tragfähigere Entwicklungen sich erst danach abzeichnen.

Mit Sicherheit wird die bald anlaufende Quartalssaison wichtige Weichen stellen. Die Gewinne im S&P 500 liegen inflationsbereinigt knapp unter der historischen Spitze vom Juni 2007 ([siehe Chart!](#)).



Das KGV im S&P 500 liegt mit 20,9 inflationsbereinigt oberhalb des historischen Mittelwerts bei 16,42. Das jüngste Tief aus Februar 2009 notiert bei 14,12, die Hoch-Zone davor zwischen Dezember 2006 und Oktober 2007 hatte ihre Spitze im Mai 2007 bei 27,54 ([siehe Chart!](#)).

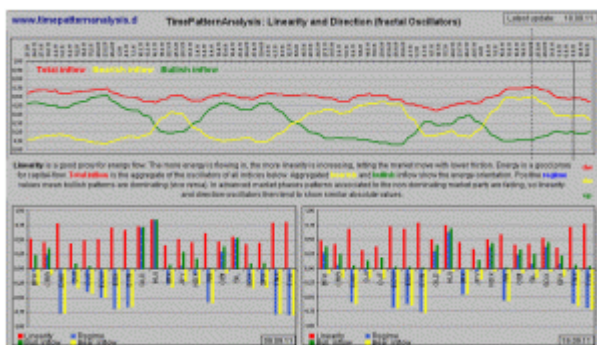


Aus Sicht des mittelfristig zu erwartenden Wachstums der US-Ökonomie von unter zwei Prozent, erscheint mir ein solches KGV schon recht ambitioniert. Aber ob solche Kennzahlen angesichts der Liquiditätsflut der Zentralbanken noch eine solche Bedeutung wie in der Zeit vor Mitte der 1990er Jahre haben, erscheint mir fraglich. Man darf nicht übersehen, dass die aus der Liquiditätsflut resultierenden Niedrigst-Zinsen für Anleihen Bond-Halter real kein Geld mehr verdienen können und damit tendenziell aus solchen Assets herausgetrieben werden. Dieses Kapital sucht neue Anlage und dürfte sie zum Teil in Aktien (vorzugsweise mit hohem Dividenden-Ertrag) finden.

Kurzfristig bedeutend für die weitere Entwicklung an den Finanzmärkten ist die FOMC-Sitzung der Fed am kommenden Dienstag und Mittwoch. Bernanke hatte auf der Zentralbanker-Sitzung in Jackson Hole Ende August den Fokus der „Märkte“ hierauf gelenkt. Die meisten Beobachter erwarten mittlerweile eine Neuauflage der „Operation Twist“, bei der die Fed ihre Bilanz nicht weiter verlängert, sondern die Struktur ihres Bond-Portfolios in Richtung lang laufender Anleihen verschiebt. Die Zinsstruktur-Kurve wird flacher, der Druck auf die langen Zinsen erhöht (siehe im Blog: [Let's twist again](#)).

Mit den langen Zinsen im Bereich von Rekord-Tiefs und einer Inflationsrate von 3,6 % (im US-CPI) wird schon jetzt real Geld verloren. Der Druck auf die Bond-Halter steigt tendenziell, Kapital zu verlagern. Ob das reicht, Aktien weiter durchstarten zu lassen?

Nach fraktalen Oszillatoren zeigt sich, dass die kontraktive Ausrichtung an den Finanzmärkten abnimmt, die expansive Ausrichtung jedoch nur leicht zunimmt (siehe Chart!).



Gleichzeitig notiert der S&P 500 jetzt wieder knapp unter 1220. Hier liegen wichtige Retracements, die Anfang September einen Aufwärtsschub deckelten und nach meiner Arbeitshypothese die Obergrenze einer mittelfristigen Seitwärtsspanne bilden (siehe Chart!).

