



Nikolaus, hol die Bazooka raus

Description

Am 6. Dezember ist Nikolaustag. Drei Tage später soll auf einem erneuten Gipfeltreffen der Eurozone die „allerendgültigste“ Lösung der Schuldenkrise des Staatenkonglomerats beschlossen werden.

Dass sich die Staatenlenker dabei den historischen Nikolaus zum Vorbild nehmen, ist wenig wahrscheinlich. Der soll als Abt in der Nähe von Myra in Lykien, dem heutigen Demre in der Türkei (kein Mitglied der Eurozone) gelebt und sein ererbtes Vermögen unter den Armen verteilt haben.

Die am 9. Dezember wieder einmal versammelten Politiker haben sich lange treiben lassen, eine Eigenschaft, die so gar nicht zu dem passt, was man von Staatenlenkern erwartet. Sie haben sich zu lange treiben lassen und so sind sie zu Getriebenen worden (und das ist aus meiner Sicht das mildest mögliche Urteil...).

Wer treibt die Getriebenen? Die „Märkte“. Nachdem der von derselben Führungsriege Ende Oktober gefasste Hebelelei-Beschluss hinsichtlich EFSF von den „Märkten“ kurz gefeiert worden war, kam schon kurz darauf die Ernüchterung: Eine Hebelung per 20%-iger Verlustgarantie wurde als bei weitem nicht ausreichend angesehen. Diese Versicherungslösung basierte übrigens auf einem Vorschlag des ehemaligen „[Goldman](#)“ Achleitner, noch Finanzvorstand der Allianz.

Die „Märkte“ verstärkten in der Folge ihre Zweifel an der Kreditwürdigkeit der PIIGS in der Eurozone, aber nicht nur das. Auch Kern-Europa muss nun höhere Zinsen für Staatsanleihen zahlen. Zwar hält sich der Aufschlag bei den deutschen „Bunds“ noch in Grenzen, aber [die Charttechnik legt nahe, dass künftig weiter steigende Zinsen wahrscheinlich sind](#).

Die „Märkte“ reagieren spät, aber sie reagieren heftig. Die Renditespreads in der Eurozone steigen über einen wichtigen Pegel, erkennbar am Kursverlauf eines ETFs, der invers an den iBoxx Sovereigns Eurozone total Return Index gekoppelt ist (siehe Chart!).



Angesichts der immer offensichtlicher werdenden Unfähigkeit der Politik, die Krise in den Griff zu bekommen, wollen die „Märkte“ jetzt mit einem noch nie größeren Nachdruck entweder Eurobonds oder unbegrenzte Anleihekäufe durch die EZB, am besten beides.

Der im Chart sichtbare Ausbruch ist auch ein Hinweis auf eine Extremsituation bei der Markttechnik. So lange ihr Zustand „stationär“ ist, können bestimmte, einfache Regeln beobachtet werden. Die Reaktionen des Systems sind leicht vorhersagbar, geringe Veränderungen der Anfangsbedingungen führen nur zu kleinen Reaktionen. Rückkopplungen sind negativ und wirken dämpfend auf das Ergebnis. In einer Extremsituation aber werden die Rückkopplungen innerhalb des Preisbildungs-Systems positiv, sein Zustand wird „chaotisch“. Dann führen schon geringe Änderungen zu großen Ausschlägen bei den Resultaten. In dieser Situation befinden sich die Finanzmärkte aktuell.

Sind Eurobonds aus Sicht der Finanzmärkte eine Lösung? Ja, Eurobonds versprechen einen großen, einheitlichen Bondmarkt in Europa, der für das internationale Kapital attraktiv ist, das sich angesichts der als angebliche Krisenlösung geschaffenen Hyperliquidität im Anlagenotstand befindet. Voraussetzung ist, dass die Eurobonds so ausgestaltet werden, dass die Bonität von Ländern wie Deutschland voll zum Zuge kommt.

[Fundamental sind Eurobonds genau das Gegenteil einer Lösung.](#) Wer rettet am Ende die Retter? Der scheidende EZB-Chefvolkswirt Stark sagt: Eurobonds führen in der aktuellen Situation „zu einer Haftungs- und Schuldenunion.“

Die Einführung von Eurobonds trifft auf schwierige rechtliche Probleme, die ihren Ursprung in der Fehlkonstruktion der Eurozone, ihrem „Geburtsfehler“, haben. Eine Währungsunion bei gleichzeitiger fiskalpolitischer Unabhängigkeit der einzelnen Mitgliedsstaaten funktioniert eben nur bei schönem Wetter. Eine schnelle Lösung ist da nicht in Sicht. Möglicherweise müssen Länderverfassungen geändert werden, was meist nur über Volksabstimmungen geht. Es müsste z.B. sichergestellt werden, dass eine bei der Einführung von Eurobonds von Monti und seiner Übergangsregierung erteilte Zustimmung zur anteiligen Haftung seines Landes nicht von der nächsten Regierung unter z.B. dem illustren Berlusconi sogleich widerrufen würde. Usw.

Ist der unbegrenzte Ankauf von Staatsanleihen-Müll durch die EZB aus Sicht der Finanzmärkte eine Lösung? Ebenfalls ja. Daher kam es auch gar nicht gut an, dass die EZB vor einigen Tagen beschlossen hat, das wöchentliche Ankaufsvolumen ihres SMP-Programms (Securities Markets Programme, auf deutsch „Sonder-Müll-Programm“) auf 20 Mrd. Euro zu begrenzen. Aktuell sind mehr als 190 Mrd. Euro ausgegeben worden.

Fundamental ist die Rolle der EZB als Kreditgeber der letzten Instanz ebenfalls genau das Gegenteil einer Lösung. Wenn die Notenbank Staaten finanziert, haben die Regierungen immer weniger Veranlassung, die Ursachen der Krise anzugehen.



Im Gegensatz zu Eurobonds kann die EZB rasch reagieren. Sie muss gegenwärtig nicht einmal befürchten, dass ihr die Inflation davon läuft, was ihrem Mandat zuwider liefe. [Die Inflations-Erwartungen sinken seit einiger Zeit trotz ausufernder Geldmenge](#). Mit erlahmender Wachstumsdynamik hat es kurz- bis mittelfristig kaum treibenden Effekt auf die Preise in der Realwirtschaft, wenn die EZB die Notenpresse anwirft.

Das kleine Problem mit der EZB ist, dass sie unabhängig von der Politik ist. D.h. der Eurozonen-Gipfel kann nicht so einfach beschließen, dass die EZB nun Bond-Müll kaufen soll. Vielleicht müssen die „Märkte“ da noch ein wenig „nachhelfen“, so dass sich die EZB dann im „Interesse der Stabilisierung unseres Finanz-Systems“ zum Handeln gezwungen sieht.

Die Banken, ein wichtiger Teil der „Märkte“, jedenfalls kommen als Käufer von europäischen Staatsanleihen immer weniger in Betracht. US-Banken haben mit ihrem Rückzug schon länger begonnen und ein früh in 2012 anstehender Stresstest der Fed dürfte dies beschleunigen. Europäische Banken sehen sich höheren Kapitalanforderungen gegenüber, denen sie bis Mitte 2012 nachkommen müssen. Da die Beschaffung von frischem Kapital aktuell nahezu versperrt ist (freier Fall ihrer Kurse als „Rückkopplung“ aus dem Wertverlust der Bonds in ihren Büchern), werden sie den Weg gehen, ihre „Risiko-Positionen“ abzubauen. Das geht vom Assetverkauf (mit negativer Wirkung auf deren Kurse) bis hin zu drohender Kreditklemme (mit negativer Wirkung auf das BIP-Wachstum).

In diesem Zusammenhang rückt eine Personalie in den Fokus. Jürgen Stark gibt zum Jahresende den Posten des Chef-Volkswirts bei der EZB auf, aus Protest gegen den Ankauf von Bond-Müll, wie es inoffiziell heißt. Die FAS schreibt heute in Richtung seines Nachfolgers Asmussen, Sohn eines Feuerwehrchefs: „Feuer zu löschen ist generell mit Geschäftsmodell und Statut der EZB nicht vereinbar.“ Trotz dessen Bekenntnis, eine Monetarisierung der Staatsfinanzen gebe das EZB-Mandat nicht her, setzt sich das Blatt kritisch mit dessen Pragmatismus auseinander. Geldpolitik sei an strenge Regeln gebunden, kein flexibler Pragmatiker soll das aufweichen dürfen. Sie schließt: „Asmussen muss die Uniform wechseln.“ Und: „Ein politischer Feuerwehrmann könnte bei der EZB brandgefährlich werden“. Ja, auch im richtigen Leben kommt es gelegentlich vor, dass ein Brandstifter als Feuerwehrmann beim Löschen an vorderster Front steht. Asmussen hat jahrelang ABS (Asset backed Securities) hoch gehalten, die wesentlich zur Verschärfung der US-Immobilienkrise beigetragen hatten. Er war Aufsichtsratsmitglied bei der IKB, die sich gemessen an ihrer Größe am heftigsten auf dem Markt für US-Hypothekendarlehen verspekuliert hatte.

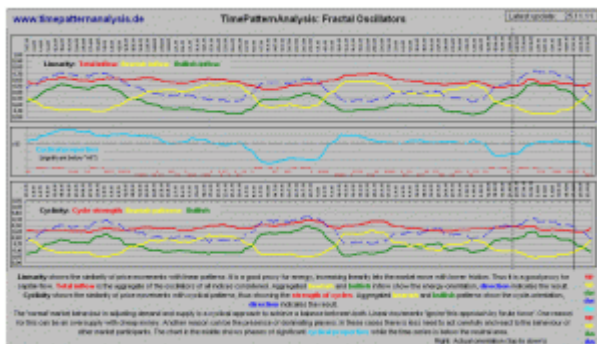
Mit diesem personellen Wechsel steigt die Wahrscheinlichkeit eines Richtungswechsels bei der EZB. Das „Schöne“ dabei: Es bedarf keiner Beschlüsse auf politischer Ebene, damit die EZB die Bazooka rausholt und Bond-Müll in neuen Dimensionen ankauft. Es gilt sogar: Je unfähiger die Politik sich zeigt, die Krise zu bewältigen, je eher tritt die EZB ein.

Der „schönste“ Ausblick für die „Märkte“ ist beides: Kurzfristig springt die EZB ein, dann hat die Eurozone Zeit, die rechtliche Basis für Eurobonds zu schaffen.

Der S&P 500 hat am zurückliegenden Freitag erneut schwächer geschlossen. Zwar hat er intraday versucht, den kurzfristig wichtigen Pegel von 1173 zu überwinden, ist aber genau hier gescheitert. Euro/Dollar testet im Bereich von 1,3230 eine interne Linie. Hält das nicht, käme ein Support bei 1,29 ins Visier (siehe Chart!).



Euro/Dollar und S&P 500 sind gegenwärtig wieder gut korreliert (Zeitfenster 22 Handelstage). Daher hätte Schwäche bei Euro/Dollar auch eher belastende Auswirkung auf den S&P 500. [Der Dollar-Index zeigt seit dem Bruch eines wichtigen Widerstandspegels seit einigen Tagen Stärke](#) – ein „safe heaven“-Reflex auf die Unsicherheit vor allem in der Eurozone. Das wiederum wirkt schwächend auf Euro/Dollar. Die aktuelle Kontraktionsphase an den Finanzmärkten ist zwar weit fortgeschritten dürfte übergeordnet noch nicht ganz vorbei sein (siehe Chart!).



Noch eine Anmerkung zum Thema "Inflation": Die herrschenden Geldpolitiker, allen voran die Fed, denken alle, ein wenig Inflation könne aktuell nicht schaden. Und sie geben sich sicher, sie rechtzeitig wieder beherrschen und zurückfahren zu können.

Das Anwerfen der Druckerpresse (starke Bond-Käufe durch Zentralbanken z.B.) hat gegenwärtig nur wenige bis gar keine inflationären Effekte. Das kann sich aus zwei Gründen ändern: Erstens die Kreditfähigkeit der Geschäftsbanken nimmt deutlich zu. Zweitens die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes springt an wegen Erwartungen hinsichtlich schnell steigender Inflation. Ein solches psychologisches Problem kann die Geldpolitik aber genausowenig in den Griff bekommen wie das einer deflationären Spirale.

Artikelbild: [Wikipedia](#)