

Bond-Crash in Sicht?

Description

Die Rückkehr der Vertrauens in die Finanzmärkte und solidere Wachstumswahlen lassen die Risiken eine Bond-Crashes steigen, warnt die Bank of America. Es könnte so ähnlich laufen wie 1994. Damals stiegen die Renditen der 30-jährigen Treasuries innerhalb von neun Monaten um 240 Basispunkte, bzw. um über 40%. Die "[Große Rotation](#)" sei nun angestoßen.

Ein ähnlicher Schock sei auch dieses Jahr möglich, heißt es – insbesondere dann, wenn die wirtschaftliche Erholung weiter an Fahrt gewinnt. Wenn aus den Notenbanken etwas von „Exit-Strategie“ zu hören ist, könnte es ernst werden, sagt Michael Hartnett, Chef-Strategie der Bank of America. In den jüngsten „Fed-Minutes“ gab es seiner Meinung schon Anzeichen hierfür – die [Mitglieder des FOMC-Komitees sind sich nicht einig](#), wie lange und mit welcher Kraft die bestehenden QE-Programme fortgeführt werden sollen.

Die Periode maximaler Liquidität gehe zu Ende, sagt Hartnett. In Japan geschieht zwar gerade das Gegenteil, aber das sei auch die letzte große Reflationierung. Sonst kehre man allmählich zu normalem Wachstum zurück.

Der Bond-Schock von 1994 verursachte Querschläger in den globalen Märkten. Das dürfte heute nicht anders sein. Damals kam es u.a. zur Tequila-Krise in Mexiko, die durch die Dollarbindung noch verschärft wurde. Auch wenn die Schulden der meisten Emerging Markets heute in ihren eigenen Währungen notieren – diese Märkte haben sehr viel ausländisches Kapital angezogen, dementsprechend groß ist das Risiko, dass solche lokalen Blasen platzen.

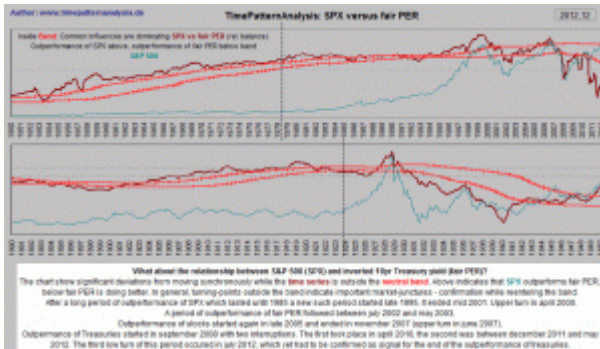
In den zurückliegenden sieben Jahren hätten Anleger 600 Mrd. Dollar aus Aktien-Fonds abgezogen und 800 Mrd. Dollar in Anleihe-Fonds fließen lassen. Mit Jahresbeginn schein sich das aber umzukehren. Wenn das so weitergeht, besteht bei Aktien in den kommenden Monaten die Gefahr eines „Melt-up“. So weit Hartnett.

[Auch Yardeni befürchtet, dass der S&P 500 sein Jahresend-Kursziel von 1665 schon vor Jahresmitte erreicht](#). Dann könnte es zu einer häßlichen Korrektur kommen, wenn sich Fed-Offizielle alarmiert zeigen, schon wieder zu viel heiße Luft in die nächste Aktien-Blase gepumpt zu haben.

Die „Bank for International Settlements“ (BIS) hat kürzlich Alarm geschlagen, Junk-Bonds und Hypotheken-Schulden würden mit Rekord-tiefen Zinsen gehandelt. Teile des Kreditmarktes seien im historischen Kontext hoch bewertet und damit riskant. Auch schuldengehebelte Buyouts und Private-Equity-Geschäfte

zählten dazu.

Mancher Beobachter sieht einen Wendepunkt vergleichbar mit 1946, als die Nachkriegs-Deflation verschwand und der letzte große Bär-Markt für Anleihen begann. Der folgende Chart zeigt, dass 1950 ein Bull-Markt für Aktien begann, der mit einer Unterbrechung (1953/1954) bis 1985 anhielt. 1940/1941 hatte der Bond-Markt (10yr Treasuries) ein Topp in seiner Bewertung (einen Boden beim Zinsniveau) ausgebildet. Zwischen 1943 und 1949 hatte ein relatives Gleichgewicht zwischen Aktien und Bonds geherrscht (innerhalb des roten Bandes). Aktuell zeigt die relative Bewertung zwischen TBonds und Aktien (trotz bereits weit vorgelaufener Aktienkurse) beginnend mit September 2008 weiterhin eine starke Überbewertung von Bonds an.



Die eine-Million-Euro-Frage ist: Startet die Weltwirtschaft einen neuen Wachstumszyklus oder ist die Aufwärtsbewegung bei Aktien in den zurückliegenden Monaten nur eine weitere durch die Liquiditätsflut der Zentralbanken ausgelöste Fehlallokation? Auch IWF-Chef-Ökonom Olivier Blanchard kann die Frage nicht beantworten: Es sei lediglich klar, dass die Finanzmärkte der Realwirtschaft voraus seien. Wenn sie zu weit voraus eilen, sehen wir eine Blase, sagte er.

Albert Edwards von Société Generale meint gar, die bullische Stimmung sei wieder vergleichbar mit dem Optimismus-Niveau von Mitte 2007, obwohl die Zyklen der weltweiten Unternehmensgewinne ein Topp ausbildeten und einige Transport-Indikatoren auf eine anstehende wirtschaftliche Kontraktion hindeuteten. Die industrialisierten Länder würden in dieselbe Deflationsfalle wie Japan rutschen und die Bond-Renditen würden noch weitere historische Tiefs markieren. Also sollten Anleger noch etwas länger auf die „einmalige Kaufgelegenheit“ für Aktien warten. Jetzt seien Aktien zu teuer, sagt Edwards.

Setzt man die [Aktienmarktkapitalisierung ins Verhältnis zu nominalen BIP](#), so ist bisher kein Extremwert erreicht, die Spitzen von 2000 und 2007 sind nicht annähernd angetastet. Trotzdem liegt sie klar über langfristigen Mittelwert bei rund 60%. Der wurde mit Ausnahme von Februar 2009 seit 1993 nicht mehr aus der Nähe betrachtet.



Aus Sicht der Aktienmarktkapitalisierung liegt keine wirkliche Übertreibung vor, aus [Sicht des KGV](#) gilt das gleiche. Nach beiden Kriterien sind Aktien aber auch alles andere als günstig bewertet.

Die Situation heute ist bestenfalls ansatzweise mit 1994 zu vergleichen. Damals lag eine Mini-Bond-Blase vor, heute handelt es sich um einen riesigen Ballon. Damals gab es aber auch kein QE-Programm, unter dem die Fed das Platzen des Bond-Ballons bis zu einem gewissen Grade kontrollieren kann. Verhindern wird sie es nicht – ein nahtloser Übergang der Liquidität aus Bonds in Aktien erscheint mir sehr unwahrscheinlich.

Dementsprechend sollte man sich auf einen [erheblichen Anstieg der Volatilität an den Finanzmärkten](#) einstellen.

Der Zusammenhang mit der wirtschaftlichen Erholung dürfte klar sein. Je mehr große Akteure diese Richtung spielen, je eher kommt es zum Bond-Crash. Und umso eher (oder stärker) wird die Aktien-Blase aufgepumpt.

In diesem Zusammenhang spielen die Inflationserwartungen eine entscheidende Rolle – und zwar sowohl als (subjektives) Indiz wirtschaftlicher Belebung, als auch als Argument, sich mit Aktien vor Geldentwertung zu schützen (und aus demselben Grund Bonds loszuschlagen). Inflation ist nach ex-post-Indikatoren (PPI, CPI, PCE-Deflator) kein Thema, nach ex-ante-Indikatoren (etwa Spread zwischen 10yr Treasuries und TIPS) wird gegenwärtig eine Inflationsrate von 2,6% erwartet.

Zum Thema "Inflation" und "Stand der wirtschaftlichen Erholung" folgt in Kürze ein separater Beitrag.