



## Was für eine Woche! (2)

### Description

Die New York Times berichtete am Donnerstag der zurückliegenden Woche, dass der Handel bei vielen normalerweise liquiden Assets an der New Yorker Börse eingefroren ist. Das galt besonders für Anleihen von öffentlichen Gebietskörperschaften und großen Unternehmen, aber seltsamerweise auch für US-Staatsanleihen, die „eigentlich“ als Grundfeste des globalen Finanzsystems gelten.

Aktien stürzten am Donnerstag ab, Erinnerungen an den schwarzen Montag vom Oktober 1987 wurden wach. Der S&P 500 verlor z.B. neun Prozent. Am Freitag geschah das Gegenteil – der S&P 500 stieg zum Handelsschluss um neun Prozent. Warum? Gute Frage, vielleicht weil US-Präsident Trump wegen "Corona" den nationalen Notstand ausgerufen hat, vielleicht, weil die Fed Liquidität ohne Ende bereitgestellt hat (siehe unten!). Vielleicht auch nur, weil chart- und markttechnisch die Zeit reif war für eine bullische Gegenbewegung. Ich befasse mich mit dieser Frage in einem [gesonderten Artikel](#).

Wenn Kreditmärkte und sogar der Handel mit US-Treasurys erbeben, wenn der Handel hier nicht mehr funktioniert, besteht die Gefahr eines Kollapses des gesamten Finanzsystems.

Als Ursache hierfür wird vermutet, dass die in den zurückliegenden Tagen zunehmende Marktvolatilität einen massiven Verkauf von Staatsanleihen veranlasst hat. Verkäufer waren Anleger, die Bestände solcher Anleihen mit Krediten finanziert haben, um die Erträge von Arbitragegeschäften mit Renditen von Staatsanleihen und darauf bezogenen Futures zu hebeln.

Allein am gestrigen Freitag stieg die Rendite der zehnjährigen TNotes um 23,55% auf 0,981%. Seit dem am 9. März erreichten historischen Tief bei 0,569% ist die Rendite damit um insgesamt 72,4% gestiegen. Die Rendite der 30jährigen TBonds legte im selben Zeitraum um 51,5% zu, entsprechend fiel deren Kurs um 4,6%, eine enorme Bewegung für diese Asset-Klasse.

Zusammen mit generellem Kasse-machen im Anleihemarkt musste eine signifikante Anzahl von Bonds innerhalb kurzer Zeit absorbiert werden. Hedge Fonds mit mehr als 200 Mrd. Dollar an kredit-finanzierten (gehebelten) Positionen in US-Staatsanleihen waren gezwungen, zu liquidieren, „Primary dealer“ waren nicht in der Lage, das Material aufzunehmen.

Die Bilanz der Fed expandiert seit September. Anfang der Woche hatte sie bereits angekündigt, den Repo-Märkten zusätzlich 75 Mrd. Dollar zuzuführen. Am Donnerstag kündigte die Fed schließlich an, weitere 1,5 Bill. Dollar(!) bereitzustellen, um die Märkte zu beruhigen.

Die Fed hatte im September 2019 beschlossen, ihre Bilanz u.a. über Repo-Aktivitäten wieder auszuweiten, die damalige Begründung war, sagen wir einmal, seltsam ([siehe u.a. hier!](#)). Diese Aktivität sollte im März auslaufen. Im Januar versuchte sie, aus den Repo-Märkten wieder Liquidität abzuziehen ([siehe hier!](#)). Das hat nicht funktioniert...

[Ich hatte diese März-Deadline u.a. hier thematisiert](#). Wie auch immer es dazu kam, wer auch immer den Anfang machte, die Fed sah sich gezwungen, ihre Geldschleusen just dann zu öffnen, als sie „eigentlich“ wieder Abstand von ihrem „vorübergehenden“ Vorhaben aus September nehmen wollte. Jetzt dürfte die Rekord-Bilanzsumme aus 2015 in Höhe von 4,5 Bill. Dollar bald Geschichte sein ([Chartquelle](#)).



Nach einer außerplanmäßigen Leitzinssenkung der Fed in der Vorwoche wird erwartet, dass die Fed auf ihrer regulären FOMC-Sitzung am Mittwoch der kommenden Woche die Leitzinsen erneut drastisch senkt. Man geht von bis zu einem Prozent aus. Allerdings sind die Modelle für eine solche Abschätzung mit dem außerplanmäßigen Zinsschnitt außer Tritt geraten. Nach Spread zwischen der Rendite der zweijährigen Treasurys und der Effective Fed Funds Rate wäre eine weitere Zinssenkung um 0,5% zu erwarten.

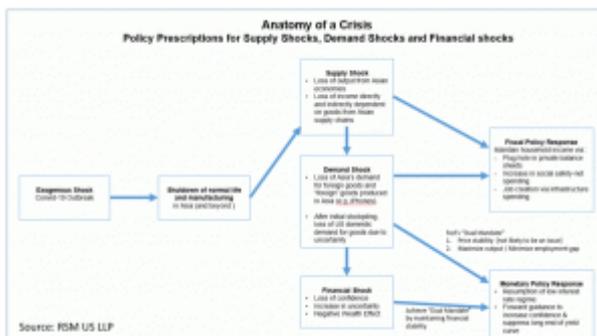
So oder so, früher oder später dürfte der Leitzins der USA denen von EZB und BoJ folgen und den Bereich von Null oder sogar darunter erreichen. Dann dürfte auch der „War on Cash“ neuen Schub bekommen. [In diesem Zusammenhang möchte ich Ihnen das Buch „[Schönes neues Geld](#)“ von Norbert Häring empfehlen.]

Was wir in den zurückliegenden beiden Wochen gesehen haben, ist mit der Finanzkrise in 2008 zu vergleichen. Ob die jüngsten Aktionen der Fed reichen? Zweifel sind angebracht. Die Handelsbedingungen in anderen Märkten sind ebenfalls angespannt. Der Rendite-Spread zwischen den Mortgage-backed Securities (MBS), die in der Finanzkrise eine große Rolle spielten, und den zehnjährigen TNotes liegt auf dem höchsten Wert seit der Finanzkrise 2008. Das legt Stress in diesem Marktsegment nahe und dürfte die Transmissionsmechanismen der Geldpolitik bremsen. ([Ich hatte mich hier genauer mit dem Thema „Transmission“ beschäftigt](#)).

Entscheidend für die Frage, ob zusätzliche Liquidität von der Finanzseite der Wirtschaft in die Realseite überschwappt, ist nicht die Menge zusätzlichen Geldes. Es kommt auf das Funktionieren der Transmissionsmechanismen an – Banken müssen zur Kreditvergabe bereit sein UND die Realwirtschaft muss Kredite nachfragen. Auf Seiten der Realwirtschaft, der Nachfrageseite des Geldes, spielen harte Faktoren wie z.B. die Kapazitätsauslastung und die Konsumentennachfrage, aber auch weiche Faktoren wie Stimmung von Unternehmen und Verbrauchern eine Rolle.

Wenn weder die erste Bedingung, die Angebotsseite des Geldes, noch die zweite Bedingung gegeben ist, verbleiben die zusätzlichen Mittel im Finanzsystem. Es kommt dann dort zu Inflation in Form steigender Asset-Preise, genau das, was wir über weite Strecken seit 2008 gesehen haben. Und das bedeutet auch, dass die Verschuldung der Volkswirtschaft (weiter) steigt. Die ist auf historischem Höchststand, wobei besonders die Verschuldung der Unternehmen seit 2008 deutlich zugelegt hat.

Ich hatte mehrfach geschrieben, dass die US-Wirtschaft (und nicht nur die) Anzeichen aufweist, in eine Rezession abzugleiten. Das war lange bevor „Corona“ ein Thema wurde. Corona ist demnach nicht DER externe Schock, der die Wirtschaft erst vom Sockel stürzt, aber die hiervon ausgelöste Pandemie (vielmehr die teilweise hirnlose Panik und die inadäquaten Reaktionen der Regierungen auf diese Herausforderung) haben sehr wohl das Zeug dazu, die Situation als hinzukommende Bedingungen zu verschärfen. Hierzu zeigt das folgende Diagramm die möglichen Wirkungsketten auf (h/t [John Mauldin](#) – [Chartquelle](#)).



Beobachter gehen davon aus, dass die Fed neben geldpolitischen Maßnahmen auf der Zinsseite auch ihre Auswahl an zu kaufenden Assets erweitern wird. So wird davon ausgegangen, dass MBS eingeschlossen werden. Andere sehen zukünftig sogar Aktien, bzw. entsprechende ETFs, was aktuell gesetzlich aber nicht möglich ist. Die Bank of Japan ist bisher die einzige größere Zentralbank, die bis zu 80% bestimmter Aktien-ETFs gekauft hat. Eine besondere wirtschaftliche Erholung wurde damit nicht erreicht. Und nach den Erfahrungen in der Eurozone und in Japan führen Null-Zinsen nur zu wirtschaftlicher Stagnation.

Versuche der Fed, sich aus den Märkten herauszuwinden, sind gescheitert. Sie ist Getriebene der Ereignisse, besser der Finanzmärkte, noch besser der großen Akteure dort. Diejenigen, die zu groß sind, um zu fallen ("TBTF"), sind immer wieder Auslöser von Finanzkrisen, weil sie es in ihrer Renditejagd regelmäßig zu weit treiben. Die Fed hat mit ihrer nach 2008 viel zu lange weitergeführten Geldflut den Geist aus der Flasche gelassen. Immer wenn der schreit „Mehr!“, muss sie mehr geben. In den zurückliegenden Tagen hat er ganz laut geschrien.

Gibt es einen Weg aus diesem Teufelskreis? Keinen, so lange man nicht für eine längere Zeit extreme Schief lagen in Kauf nimmt. Ein „Drachentöter“ wie Paul Volcker, der in den 1980er Jahren als Chef der Fed die US-Wirtschaft mit einer restriktiven Geldpolitik wieder auf Kurs brachte, ist nicht in Sicht. Seitdem gab es, angefangen mit Greenspan, der Volcker 1987 ablöste, nur Leute an der Spitze der Fed, die dem Geist aus der Flasche willfährig immer neue Nahrung gaben.

[Unter Verwendung von Material von [Colin Twiggs](#)]

Die Fed stellt 1,5 Bill. Dollar bereit, um die Finanzmärkte v.a. im Anleihe-Segment liquide zu halten. Anklänge an die Finanzkrise werden wach. US-Aktien haben bis jetzt mehr als 20% an Wert verloren. Die Kursexplosion zum Handelsschluss am Freitag der zurückliegenden Woche muss sich noch "bewähren" – "Dead cat bounce" oder Bodenbildung, vielleicht mit V-förmiger Erholung? US-Präsident Trump ruft wegen "Corona" den nationalen Notstand aus. Wenn er

die Präsidentschaftswahl im November gewinnen will, wird er noch tief in die Trickkiste greifen müssen – nicht nur die Fed wird von den Akteuren an den Finanzmärkten getrieben. Der Ölpreis-Schock der zurückliegenden Woche hat entscheidend zur Steigerung der Marktvolatilität beigetragen und wird als Indiz für wirtschaftliche Schwäche gewertet.

### Ergänzung:

Der Spread zwischen der Rendite von High-Yield Anleihen (Junk-Bonds) und der Referenzrendite der zehnjährigen TNotes ist mittlerweile (per Donnerstag, 12. März) an den Alarmpegel (rote Linie) gestiegen. Für Freitag, den 13. März, liegen die Daten erst am kommenden Montag vor ([Chartquelle](#)). Dieser Spread zeigt sehr zuverlässig Stress im Creditsystem an.

