

Marktübersicht

10.9.2012 – 15.9.2012 (Nr. 37/12)

**Big decisions**

Nun haben die Notenbanken also geliefert. In Europa steht die EZB »Gewehr bei Fuß« um Italien und Spanien aus der Patsche zu helfen. Allein die zu Rettenden zieren sich, die Hilfe anzunehmen. Die FED schlägt sich massiv auf die Seite der US-Häuslebauer und sagt ihnen äußerst günstiges Baugeld zu. Diese sind aber immer noch traumatisiert von den extremen Einbußen der Subprime-Krise 2007. Auch hier ist noch erhebliche »Überzeugungsarbeit« notwendig.

Big Money ist hingegen wieder gut im Geschäft. Das Übernahme-Karussell dreht sich dank QE rascher denn je. Bereits im QE2-Regime sahen wir diverse Übernahmen im Minensektor. Dies setzt sich mit der Offerte von *Glencore* für *Xtrata* nahtlos fort. Der Trend geht auch hier zu immer größeren Übernahmen.

Das gilt auch für das asiatische Biergeschäft. Hier tobt eine interkontinentale Übernahmeschlacht um *Fraser & Naeve*, dem Produzenten des Tiger-Beers. *Thai Beverage* ist bereits der größte Aktionär der Brauerei aus Singapore.

Charoen Sirivadhanabhakdi ist Eigentümer von *Thai Beverage* und hat fast 8 Mrd. \$ in Cash für *Fraser & Naeve* auf den Tisch gelegt. *Heineken* dürfte wohl das Nachsehen haben.

In Japan wird der nächste Mega-Börsengang vorbereitet: *Japan Airlines*, die 2010 vom Staat vor dem Bankrott gerettet wurde, kehrt aufs Börsenparkett zurück. Sowohl in Bezug auf die Größe als auch den Perspektiven werden Erinnerungen an das *Facebook*-IPO wach. *Facebook*-Aktionäre der ersten Stunde müssen bereits die Hälfte ihres Kapitals abschreiben.

Das Kapitalumfeld ist trotz der Notenbankentscheidungen kein »free lunch« zum Umleiten der Notenbankgelder in die eigene Schatulle. Im Gegenteil: der fast grenzenlose Optimismus der vergangenen Woche erzeugt viele Fragezeichen. Auf einige gehe ich auf den folgenden Seiten ein.

		Trend		aktueller	Seite			Trend		aktueller	Seite
		strategisch	taktisch	Impuls		strategisch	taktisch	Impuls			
Themen der Woche	Nach der Notenbankentscheidung				2	Amerika	S & P 100	↗	↗		25 %
	ist vor der US-Wahl					Amerika	S & P 500	↗	↗		25 %
	Rentenmärkte				3	Amerika	Russell 2000	→	↗		28 %
	Währungen				6	Amerika	Nasdaq	↗	↗		27 %
	EuroStoxx	↗	↗		15 %	Amerika	TSX(Kanada)	→	↗		6 %
	CAC (F)	→	↗		13 %	Amerika	Bovespa(Bras.)	↗	↗		9 %
	IBEX (ES)	→	↗		25 %	Asien	Apex	↗	↗		6 %
	SMI (CH)	→	↗		1 %	Asien	Nikkei (J)	→	↗		16 %
	DAX	↗	↗		2 %	Asien	Kospi (Korea)	↗	↗		9 %
	ATX (A)	→	↗		26 %	Asien	HSI(HK)	→	↗		15 %
CeCe	→	↗		21 %	Asien	SSE(China)	↘	↘		30 %	
Europa	Bund-Future	→	↘			Rohstoffe	Cont. Comm. Index	↗	↗		13 %
	USD/EUR	↘	↘			Rohstoffe	Agrarrohstoffe	↗	↗		13 %
	USD/AUD	→	↘			Rohstoffe	Industriemetalle	→	↗		20 %
	Edelmetalle	↗	↗		11 %	Rohstoffe	Öl (USO)	→	↗		18 %

Veränderungen gegenüber der Vorwoche sind farbig dargestellt.

rote Pfeile weisen auf eine Korrektur nach unten, blaue Pfeile auf eine Korrektur nach oben hin.

aktueller Impuls: Veränderungen seit dem Low der letzten Korrektur bzw. seit dem letzten Verlaufshoch;

Trend (strategisch) reflektiert den Trend des Marktes auf der Basis eines Wochencharts;

Trend (taktisch) gibt die Handelsrichtung auf der Basis eines Tagescharts wieder.

### Nach den Notenbankentscheidungen ist vor der US-Wahl

Nun hat auch die FED die »dicke Bertha« in Stellung gebracht und mit Munition bestückt. Monatlich will die US-Notenbank Immobilienkredite im Volumen von 40 Mrd \$ aufkaufen. »It states, that its aggressive policy will be appropriate “for a considerable time after the economic recovery strengthens”.« So spielt also die Musik.

Ganz im Sinne der Politik der Demokraten garantiert die FED den US-Hausbesitzern, dass ihre Hypothekenzinsen niedrig bleiben, solange die Rahmenbedingungen schwierig bleiben. Damit bedient die FED die Befindlichkeiten der US-Mittelschicht. Diese ist immer noch vom Subprime-Crash traumatisiert. Im ersten Jahrzehnt des neuen Jahrtausends lockten die Banken die Bürger mit sehr preiswerten Kreditkonditionen in die Kreditfalle. Die Verträge sahen nämlich vor, dass die Zinssätze zu Beginn der Laufzeit künstlich abgesenkt wurden. Nach drei Jahren kehrte sich dies gemäß den damals üblichen Verträgen um. Als die Hauspreise zu purzeln begannen, konnte der aufgenommene Kredit nicht wie geplant mit dem Verkaufserlös getilgt werden. Viele US-Amerikaner standen plötzlich vor dem Scheiterhaufen ihrer spekulativen Immobilienengagements.

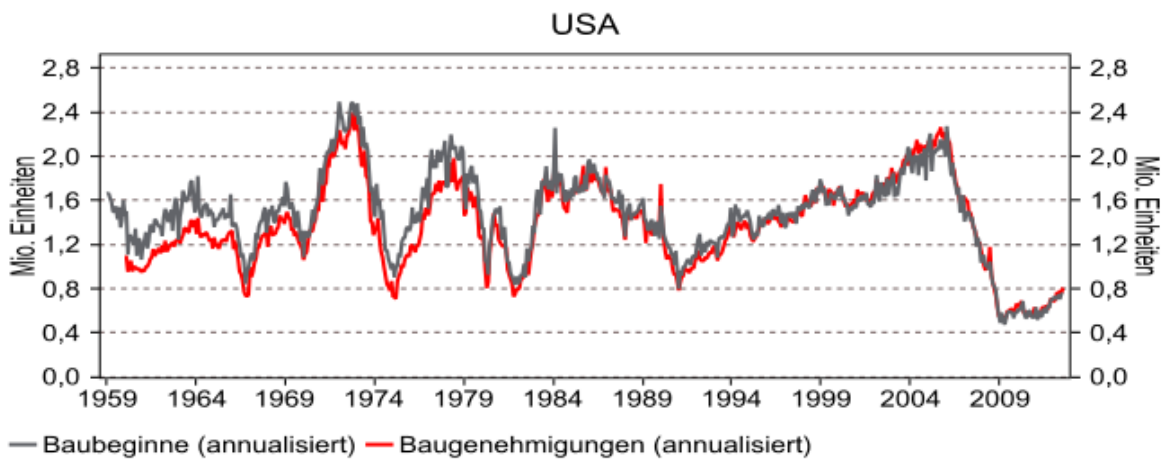


Abbildung 1: Entwicklung des US-Bausektors

Nun tritt also die Notenbank als Counterpart für Immobilienkredite auf den Plan. Sie verspricht den potenziellen Hausbesitzern niedrige Marktzinsen bis 2015 **und** durch Kreditaufkäufe künstlich gesenkte Immobilienkreditzinsen bis die ökonomischen Rahmenbedingungen sich in den USA nachhaltig verbessert haben.

Inflation kommt in der Welt der Notenbänker nicht vor.

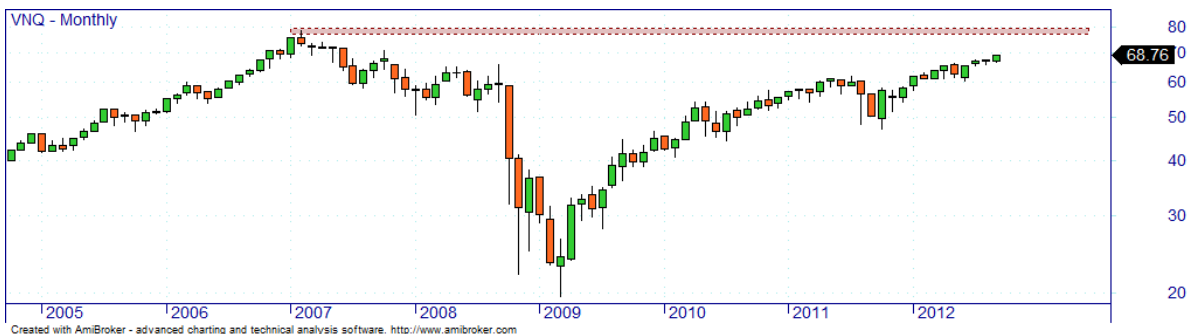


Abbildung 2: Preisentwicklung eines US-REIT-ETF

Im Gegensatz zu den Aktienpreisen (auch die der börsennotierten Immobiliengesellschaften, von denen die wichtigsten im *VNQ-ETF* zusammengefasst sind), die wieder das Niveau des Jahres 2007 erreicht haben, liegt der Bausektor noch »am Boden«.

Damit wären wir am entscheidenden Punkt der Einschätzung der Maßnahmen der FED angekommen. Trotz bereits sehr ambitioniert bewerteter Vermögenswerte (z. B. Aktien) holt die Notenbank zur Korrektur dieser hartnäckigen Unterentwicklung eines für die US-Ökonomie wichtigen, für den wahlkämpfenden Obama sogar essenziellen Sektors die ganz große Keule aus dem Schrank. Tatsächlich decken sich die Maßnahmen der FED recht gut mit den Aussagen Obamas auf der Convention der Demokraten in Charlotte Anfang September.

Wie man auch immer zu den Aussagen von Wettbörsen zu bevorstehenden Ereignissen steht. Der Trend auf der Plattform *Intrade* ist jedenfalls recht eindeutig. Demnach werden sowohl die Wahlparteitage der Parteien als auch die FED-Entscheidung klar als Indikation für eine Wiederwahl Obamas gewertet.



Das schiere Volumen der beabsichtigten Ankäufe der Immobilienkredite beeindruckt die Marktteilnehmer. QE1 wurde im November 2008 angekündigt. Damals wurden US-Staatsanleihen und Immobilienkredite im Volumen von 1.750 Mrd. \$ aufgekauft. Im November 2010 startete QE2. Es wurden Staatsanleihen im Volumen von 600 Mrd. \$ aufgekauft. Seit Sommer 2011 schichtet die FED ihr Depot um. Kurzlaufende Staatsanleihen im Volumen von 667 Mrd. \$ werden gegen Langläufer getauscht (Operation Twist). QE3 weist pro Jahr ein Volumen von 480 Mrd. \$ auf. Ob es zulässig ist, eine geplante Laufzeit von 18 Monaten (Volumen dann: 720 Mrd. \$) zu unterstellen?

Wie auch ich, waren offenbar viele überrascht, wie deutlich das Votum der FED trotz der politischen Implikationen und trotz der ambitionierten Bewertung des Aktienmarkts ausfiel. Die Aktienmärkte reagierten entsprechend. Dies lässt mehrere Schlüsse zu:

- Eine Inflationierung des Aktienmarkts wird billigend in Kauf genommen.
- Eine Abwertung des *USD* ist eine willkommene Konjunkturstütze für US-Unternehmen.
- Höhere Rohstoffpreise stellen keine Gefahr für die US-Wirtschaft dar.
- Die globale Konjunktur ist so schwach, dass keine Überhitzung durch die Geldschwemme droht.
- Kein Preis ist zu hoch, um die Wiederwahl Obamas zu gewährleisten.

Der Opposition in den USA und konservative Kräfte anderswo gehen keinesfalls Argumente aus, um die Politik der FED zu kritisieren (und mehr). Ich frage mich hingegen, aus welchem Grund sich die FED jetzt soweit exponiert und freiwillig die Zielscheibe abgibt. Gehört dies möglicherweise zum Kalkül? Solange die vermögende und konservative Opposition den Maßnahmen der Notenbank mißtraut und mit der Agitation gegen die FED beschäftigt ist, kann keine Euphorie an den Kapitalmärkten aufkommen. (Die Entwicklung einer Preisblase bei den Edelmetallen wird als Kollateralschaden billigend in Kauf genommen.) Die Preise an den Aktienmärkten dürften wegen des ständigen Kreuzfeuers kaum in eine Übertreibung abgleiten. Während dessen können die Maßnahmen in der Realwirtschaft wirken. Dort steht schließlich eine ganz andere Klientel bereit, in der gewünschten Weise zu handeln.

## Rentenmärkte

Falls dies zutrifft, dann »erklärt« dies den Kurseinbruch an den Rentenmärkten nachdem die FED ihre Entscheidung veröffentlicht hat. Rational betrachtet ist es widersinnig, dass die Renditen langlaufender US-Staatsanleihen anziehen, obwohl »Operation Twist« noch weiterläuft und die Renditen bei Immobilienkrediten künstlich gesenkt werden. Schließlich kann sich jedermann preiswert mit einer Bestandsimmobilie oder



**Abbildung 3:** Kursverlauf der Futures der US-T-Bonds (Staatsanleihe mit 30 Jahren Restlaufzeit)

einem Grundstück als Sicherheit preiswert verschulden und mit dem Kauf von US-Staatsanleihen eine risikolose Rendite erzielen.

Die Triebkraft der starken Verkäufe langlaufender US-Bonds ist einzig die Angst vor einer Schwäche des USD (Verkaufsargument für ausländische Investoren) und einer induzierten Inflation in den USA (Konservative Kreise in den USA). Ein unbefangener Blick auf den Renditeverlauf japanischer Staatsanleihen in den letzten Jahren zeigt die Irrationalität derartiger Ängste.

Für die FED ist der Renditeanstieg am langen Ende der Zinsstrukturkurve (noch) nicht bedrohlich. Zum einen sind Renditen von 3,1 % pro Jahr für derartige Anleihen immer noch äußerst attraktiv. Zum anderen ist eine steile Zinsstrukturkurve immer auch ein Hinweis auf eine gesunde Volkswirtschaft. Zuletzt wirken höhere Renditen am langen Ende deflationären Tendenzen entgegen, vor denen die FED besonders viel Respekt zu haben scheint.

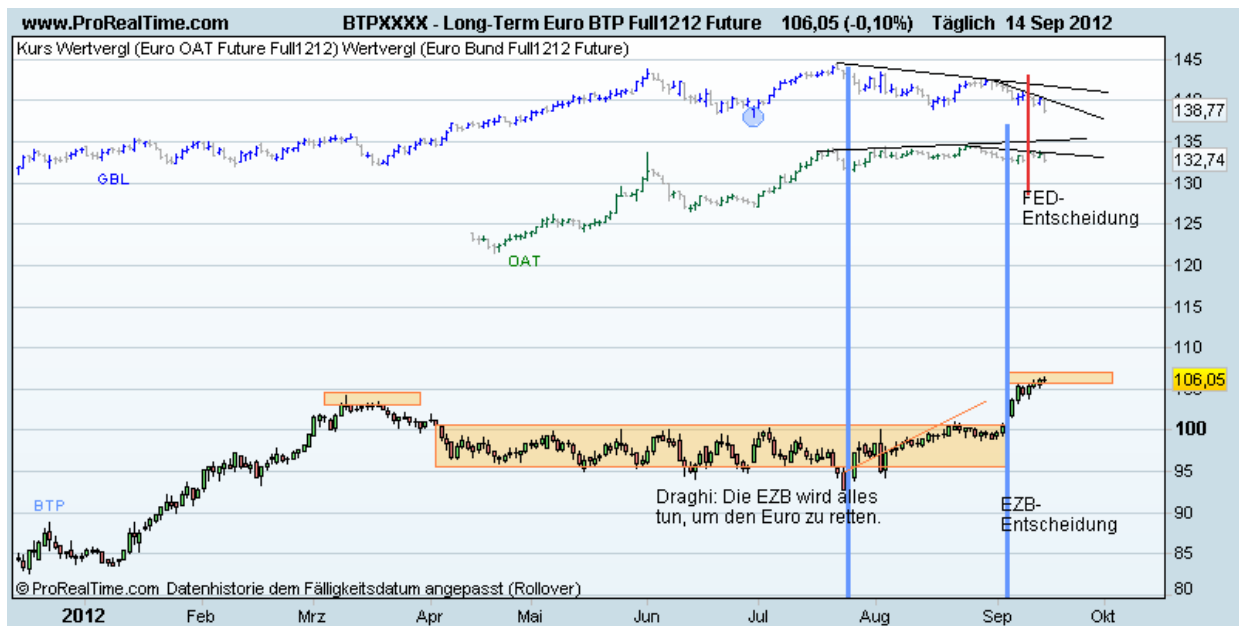
Fakt ist: Der Zinsfuture könnte ein massives Verkaufssignal generieren. Sollte die eingezeichnete Trendunterstützung seit März 2011 unterschritten werden, wartet erst bei Notierungen um 140 % die nächste charttechnische Unterstützung. In diesem Fall droht ein Kurseinbruch wie 2009, als der Future nach der Verkündung von QE1 um 20 Punkte nachgab.



**Abbildung 4:** Verlauf des Zinsfutures US-T-Bonds im Regime von QE1

Derzeit stützt jedoch »Operation Twist« die Rendite der Anleihen. Falls die FED zum Jahreswechsel »Operation Twist« verlängert, dann könnte sich der aktuelle Kurseinbruch als hervorragende Kaufgelegenheit entpuppen. In diesem Fall wären die USA endgültig auf dem japanischen Pfad der Geldpolitik eingeschwenkt.

Interessanterweise finden wir auch an den europäischen Rentenmärkten Hinweise auf Renditeanstiege bei Staatsanleihen mit zehn Jahren Restlaufzeit. In der Abb. 5 sind nochmals die Kursentwicklungen der deutschen, französischen und italienischen Staatsanleihen zusammengefasst. Die italienischen Anleihen profitierten zunächst von den EZB-Beschlüssen. Jetzt dämmert es den ersten Marktteilnehmern dass die »outright monetary transactions« gar nicht so »offen und vorbehaltlos« sind, wie es die Bezeichnung suggeriert. Die unlimitierten und vorbehaltlosen Anleiheaufkäufe sind erst dann möglich, wenn ein Staat diverse Hürden überwunden hat.



**Abbildung 5:** Kursverlauf der Futures der italienischen (BTP), französischen (OAT) und deutschen (GBL) Staatsanleihen mit 10 Jahren Restlaufzeit

Es würde mich nicht wundern, wenn die Marktteilnehmer die Einigkeit der politischen Klasse in Europa ein finales Mal testen indem sie mindestens eines der beiden betroffenen Peripheriestaaten unter den Rettungsschirm zwingen und im Vorfeld beispielsweise die Solidarität der bundesdeutschen Abgeordneten abprüfen. Hierfür müsste nochmals »Stress« bei den Staatsanleihen erzeugt werden und die Renditen in den Bereich von 7 % getrieben werden (was einer Notierung des *BTP* von etwa 100 % entspricht).

In den letzten Tagen haben französische Staatsanleihen erstmals seit Juni synchron mit den deutschen Staatspapieren ein Verkaufssignal generiert. Trotz ständiger Hiobsbotschaften aus Frankreich hat sich der Spread zwischen den deutschen und französischen Futures seit Mai kontinuierlich auf jetzt nur noch 6 Punkte verringert. Seit August sinkt der Spread, weil die Renditen deutscher Staatsanleihen wieder steigen und die der französischen Pendanten konstant bleiben. Die Chancen auf eine »Normalisierung« auch der französischen Staatsanleihen sind mit der EZB-Entscheidung gestiegen. »Gefühlt« sollte der *OAT-Future* etwa in der Mitte zwischen deutschen und italienischen Anleihen notieren. Wenn man die aktuelle *BTP*-Notierung als fair unterstellt, dann hätten sowohl der *OAT* als auch der *GBL* fünf bis sieben Punkte »Luft« zur Unterseite. Selbst im Falle eines Markttest der EZB-Aussagen dürfte sich der Spread zwischen *BTP* und *GBL* nicht mehr auf das Niveau im Mai 2012 ausweiten. Hierzu ist die finale »Lösung« der Solvenzkrise in Europa zu weit fortgeschritten.

Dem Markt bleibt im Falle Italiens durch den Regierungswechsel irgendwann zwischen November und März ein Zeitfenster von insgesamt sechs Monaten, um nochmals durch eine Spekulation auf höhere Renditen Kasse zu machen. Es ist nicht wahrscheinlich, dass die geschäftsführende Regierung Monti das Land unter den ESM stellen wird. Dies dürfte der neuen Regierung vorbehalten sein. Da kaum ein Wahlausgang wie in den Niederlanden zu erwarten ist, wo die Bürger mit großer Mehrheit auf Stabilität und Kontinuität gesetzt haben, dürfte die Regierungsbildung in Rom ein langwieriger Prozess werden, der allerlei Gelegenheit bietet, die Anleihenrenditen in die Höhe zu treiben.

**Fazit.** In den USA droht bei den langlaufenden T-Bonds nach dem Vorbild der Kursverläufe im Regime vorangegangener QE-Maßnahmen eine größere Korrektur. Achtung: Kurseinbrüche bei Rentenfutures sind immer Volatil. Wir brauchen starke Nerven um diesem Trend erfolgreich zu folgen. Dies gilt insbesondere, da »Störfeuer« aus Europa droht.

In Europa stehen die Zeichen kurzfristig auf genau dem Gegenteil. Hier deutet sich eine erneute Ausweitung der Spreads zwischen den Renditen der Kernstaaten und den Peripheriestaaten an. Solange sich die Peripheriestaaten zieren, sich den Bedingungen bundesdeutscher Parlamentarier für Reformen als Voraussetzungen für ESM-Hilfen zu unterwerfen, gibt es keine EZB-Hilfen. Die Märkte werden diese Konstellation ausgiebig testen. Der Bundestagswahlkampf 2013 könnte für eine finale Zuspitzung innerhalb der Eurozone sorgen.

## Währungen



Abbildung 6: Verlauf des Währungspaares USD/JPY

Weiter oben hatte ich als Begleiterscheinung des verkündeten QE3 eine Abwertung des *USD* prognostiziert. Wenn eine Notenbank Geld druckt, wird dieses den Außenwert der Volkswirtschaft a priori nicht verändern. Folglich ist jede Zahlungseinheit etwas weniger wert.

Umgekehrt werten alle übrigen Währungen gegenüber dem *USD* auf – es sei denn, es werden analoge geldpolitische Maßnahmen ergriffen. Dies führt dann ggf. zu einem Abwertungswettlauf der Währungen konkurrierender Volkswirtschaften. Im Falle Japans könnte uns genau dies ereilen. Der japanische Yen (¥, *JPY*) droht auch bei vorangegangenen QE-Maßnahmen gegen den *USD* aufzuwerten. Nach allen vorangegangenen expansiven Entscheidungen der FED wurde die BOJ ebenfalls aktiv. Jedesmal versuchte man, die Aufwertung des ¥ zu begrenzen.

Jetzt das gleiche Spiel: Der *USD* wertet global ab – nicht jedoch gegenüber dem *JPY*. Das Währungspaar *USD/JPY* hat in der vergangenen Woche zwar auf Tagesbasis die 77 \$/¥-Marke getestet. Sofort wurden in Japan Rufe laut, die BOJ möge bitte in großem Stil ausländische Staatsanleihen aufkaufen und damit die eigene Währung abschwächen. **Eine Konsequenz von QE3 könnte die Etablierung eines weiteren Währungspaares sein, dass von der lokalen Notenbank um jeden Preis auf einem fixen Niveau verankert wird.** Die Notenbanken in Hongkong und Zürich betreiben dieses Spiel bereits eine ganze Weile.

Die japanische Volkswirtschaft ist auch durch die nachhaltige Währungsstärke in ein Außenhandelsdefizit geschlittert. Es lohnt sich schlicht nicht mehr, in Japan selbst Dinge herzustellen. Mit dem starken Yen kann man sich im Ausland stets preiswerter bedienen.

Die Perspektive auf einen festen Wechselkurs des *JPY* zum *USD* hat Implikationen für die verbleibenden »frei« floatenden Währungen. Die japanische Notenbank muss zur Stützung des Yen unlimited *USD* aufkaufen. Wie die schweizer Notenbank auch, steht sie vor dem Problem, die heimische Volkswirtschaft nicht durch eine einseitige Fremdwährungsposition zu destabilisieren. Folglich verkauft die Notenbank einen Teil der *USD* gegen andere Währungen. Diese werten konsequenterweise auf.

Je mehr Währungen also künstlich an andere Fixiert sind, desto größer ist der Aufwertungsdruck, sind die Kursschwankungen bei den floatenden Restwährungen. Wir müssen unsere Währungspositionen deshalb reduzieren.

**Disclaimer.** Der Autor übernimmt keinerlei Gewähr für die Aktualität, Korrektheit, Vollständigkeit oder Qualität der bereitgestellten Informationen. Haftungsansprüche gegen den Autor, welche sich auf Schäden materieller oder ideeller Art beziehen, die durch die Nutzung oder Nichtnutzung der dargebotenen Informationen bzw. durch die Nutzung fehlerhafter und unvollständiger Informationen verursacht wurden, sind ausgeschlossen. Der Nachdruck, die Verwendung der Texte, die Veröffentlichung Vervielfältigung ist nur mit ausdrücklicher Genehmigung des Autors gestattet.