Die Botschaft von steigenden Realzinsen

Guten Morgen. Niemand hat uns geschrieben, um uns zu sagen, dass die Auswahl an wild spekulativen Short-Wetten am Montag reiner Wahnsinn war, was ein Beweis dafür ist, dass entweder die Marktstimmung unter den Unhedged-Lesern ziemlich negativ ist oder dass niemand den Brief bis zum Ende liest. Wir wissen nicht, welche davon wir bevorzugen sollen. Wenn Sie eine oder zwei wilde Wetten haben, senden Sie uns diese per E-Mail: robert.armstrong@ft.com und ethan.wu@ft.com. Null ist im Moment nicht die wichtige Zahl Als Staatsanleihen mit negativen Renditen vor ungefähr einem Jahrzehnt zum ersten Mal zu einem bedeutenden Teil des globalen Anleihemarkts wurden, regte …

Guten Morgen. Niemand hat uns geschrieben, um uns zu sagen, dass die Auswahl an wild spekulativen Short-Wetten am Montag reiner Wahnsinn war, was ein Beweis dafür ist, dass entweder die Marktstimmung unter den Unhedged-Lesern ziemlich negativ ist oder dass niemand den Brief bis zum Ende liest. Wir wissen nicht, welche davon wir bevorzugen sollen. Wenn Sie eine oder zwei wilde Wetten haben, senden Sie uns diese per E-Mail: robert.armstrong@ft.com und ethan.wu@ft.com.

Null ist im Moment nicht die wichtige Zahl

Als Staatsanleihen mit negativen Renditen vor ungefähr einem Jahrzehnt zum ersten Mal zu einem bedeutenden Teil des globalen Anleihemarkts wurden, regte sich dies auf. Es ist zugegebenermaßen etwas sehr Seltsames daran, jemanden

dafür zu bezahlen, dass er sich Ihr Geld leiht. Negativzinskäufer waren natürlich nicht dabei, die Kreditnehmer reicher zu machen. Sie kauften es entweder, weil sie unabhängig von der Rendite risikofreie Anlagen haben mussten, oder weil sie dachten, dass die Zinsen stärker fallen würden, was ihnen einen Kapitalgewinn bescheren würde. Negativzinsanleihen sind nicht verrückt, und der Schritt in den negativen Bereich war zwar psychologisch wichtig, aber nur ein weiterer Schritt entlang eines Finanzkontinuums.

Jetzt passiert das Gleiche umgekehrt. Die Finanzexperten freuen sich über Diagramme wie dieses von Chris Verrone von Strategas, die einen schnellen Rückgang des Volumens der negativ verzinsten Schulden auf der ganzen Welt zeigen. Beachten Sie die logarithmische Skalierung:

Aber die Nullbarriere sagt uns nicht viel. Es handelt sich nicht um eine magische Schwelle, ab der Anleger wieder zu risikofreien Schulden zurückkehren werden, nachdem sie durch das Vorhandensein eines Minuszeichens in riskantere Anlagen gezwungen wurden.

Wichtig ist nur die einfache Tatsache, dass die Zinsen steigen

und warum. Meine hervorragenden Kollegen Kate Duguid und Eric Platt haben am Sonntag einen wichtigen Punkt dazu gemacht. Was die Zinsen im letzten Monat oder so nach oben getrieben hat, war nicht die erwartete höhere Inflation, sondern höhere Realzinsen. Hier ist ihr Diagramm der Inflations-Breakevens ج nominale US-Anleiherenditen abzüglich der Renditen auf inflationsgeschützte Anleihen, was eine Marktschätzung der zukünftigen Inflation ergibt:

Die Menschen erwarten jetzt weniger Inflation als noch vor einem Monat ج nicht überraschend, wenn man bedenkt, dass die Haltung der Federal Reserve (oder die Konsensinterpretation davon) jetzt restriktiver ist. Was steigt, ist der Zinssatz nach Inflation:

Die Realzinsen steigen nicht nur, sondern steigen schnell. Duguid und Platt berichten über eine gängige Interpretation, die höhere Realrenditen mit höheren Wachstumserwartungen verbindet. In Kombination mit niedrigeren Break-Even erwarten sie eine Fed, die die Inflation töten wird, ohne die Wirtschaft zu töten:

> Analysten sagen, dass dieser Anstieg der sogenannten Realrenditen darauf hindeutet, dass Händler davon ausgehen, dass die US-Wirtschaft in den kommenden Jahren weiter expandieren wird, auch wenn die politischen Entscheidungsträger die Stimulierungsmaßnahmen zurückziehen, um das starke Preiswachstum zu bremsen.

Dies ist jedoch nicht die einzige verfügbare Interpretation. Ein weiterer wurde mir von Edward Al-Hussainy, dem Freund von Unhedged, von Columbia Threadneedle angeboten. Er weist die Vorstellung zurück, dass Realzinsen ein Indikator für Wachstumserwartungen sind, und führt mehrere Beispiele an.

Als Ben Bernanke im Mai 2013 ankündigte, dass die Fed irgendwann in der Zukunft damit beginnen werde, die Ankäufe von Vermögenswerten zu reduzieren, stiegen die Realzinsen fast sofort um 130 Basispunkte. Vermutlich lag dies nicht an plötzlich gestiegenen Wachstumserwartungen. In ähnlicher Weise ging das Wachstum das ganze Jahr 2021 über in die Höhe, aber die Realzinsen gingen bis Dezember nirgendwo hin. Über längere Zeiträume betrachtet wissen wir, dass die Realzinsen in den Schwellenländern ج den USA, Europa, Asien ج seit Jahren rapide fallen, obwohl das Wachstum nicht in allen diesen Regionen zurückgegangen ist.

Was die Realzinsen Ihnen sagen, argumentiert Al-Hussainy, ist, wie nah die Geldpolitik am neutralen Zinssatz ist, den Ökonomen R* nennen. Es ist der Zinssatz in einer Wirtschaft, die mit Vollbeschäftigung und stabiler Inflation vereinbar ist. Dies, nicht Null, ist die Zahl, auf die es ankommt. Leider wissen wir nicht genau, was R* ist, und es besteht nicht viel Konsens darüber, was es bestimmt.

Worüber wir uns ziemlich sicher sind, ist, dass R* zurückgegangen ist, und zwar auf einem ziemlich guten Niveau.

Betrachten Sie nur einen sehr unvollkommenen Stellvertreter dafür: die Schätzung des Federal Open Market Committee des angemessenen langfristigen Leitzinses, wie sie in den berühmten ȣDot Plotsȣ ausgedrückt wird. 2012 waren es über 4 Prozent. Jetzt sind es weniger als 2,5 Prozent.

Was sind die Mechanismen, durch die eine straffere Geldpolitik die Realzinsen in die Höhe treibt? Die Fed sagt: ȣWir werden die Zinsen erhöhen und den Kauf von Anleihen einstellenȣ. Unter sonst gleichen Bedingungen treibt eine solche Ankündigung die Nominalzinsen nach oben und die Inflationserwartungen nach unten. Rein rechnerisch ergeben sich höhere Realzinsen.

Woher wissen wir also, dass die Geldpolitik R* erreicht oder sogar überschritten hat, da wir R* nicht direkt beobachten können? Wenn das risikofreudige Verhalten, das durch das Halten der Zinssätze unter dem neutralen Zinssatz ermöglicht wird, abrupt zum Erliegen kommt. ȣWir wissen, dass wir R* erreicht habenȣ, sagt Al-Hussainy, ȣwenn risikoreiche Anlagen über sich selbst hinauskotzen. Es ist der einzige Weg. Sonst tappen wir nur im Dunkeln.ȣ

Wenn Sie Al-Hussainys Interpretation glauben, könnten Sie auf die Übelkeit schauen, die riskantere Anlagen derzeit erfasst, und zu dem Schluss kommen, dass der R* sogar noch tiefer gefallen ist, als die Fed derzeit glaubt.

Meme-Aktien deflationieren, aber Krypto macht sein eigenes Ding

Sind Krypto- und Meme-Aktien miteinander verbunden? Sie könnten zum Beispiel glauben, dass beides Spekulationsmanien sind, die einer lockeren Geld- und Fiskalpolitik nachgelagert sind. Die Regierung gab aus und die Zentralbank druckte, und so drehte sich der Markt in den Wahnsinn.

Nun, jetzt strafft sich die Geldpolitik, der Fiskalimpuls ist negativ und die Sparquote ist wieder normal. Sie könnten also erwarten, dass all dieser spekulative Müll zusammenbricht. Wenn Sie das so sehen, haben die letzten Monate einige Bestätigung geliefert:

Der Fallout trifft das Land der Meme-Aktien hart, und wahre Gläubige hoffen, dass die GameStop-Aktien erneut in die Höhe schnellen werden. Sie beten für die „Mutter aller Short Squeezes" oder MOASS – a *Deus ex machina* durch Zwangshedging. Eine aktuelle Geschichte des Wall Street Journal interviewte einige der Mitläufer:

> Die MOASS-Anhänger sagen, dass die GameStop-Aktien auf beispiellose Höhen steigen werden – Tausende oder vielleicht sogar Millionen von Dollar pro Aktie. Die Theorie besagt, dass Legionen von Kleinanlegern den Jackpot knacken werden, während Verluste die Finanzelite lahmlegen.
>
> [Tesla salesman Ben] Wehrman, der sagte, dass er 80 % seines Anlageportfolios in GameStop investiert, plant, seinen Job zu kündigen, sobald der Engpass eintritt – um die Welt zu bereisen und an seinem Blog zu arbeiten.

Das endgültige Urteil überlassen wir den Historikern. Aber es sieht für uns so aus, als hätte die Pandemie einen Meme-Asset-Moment geschaffen, der jetzt vergeht. Die Führungskräfte von AMC und GameStop wussten das und nutzten ihre überhöhten Bewertungen, um Aktien auszugeben und Schulden zu refinanzieren. Wir hatten nie einen dramatischen freien Fall, aber jetzt sickert die Luft heraus. Die Diehards haben wahrscheinlich Recht: Ein apokalyptischer Short Squeeze ist die einzige Möglichkeit, die glorreichen Tage wiederherzustellen.

Etwas Ähnliches passiert in Krypto. Kleinanleger finden andere Dinge zu tun. Der Krypto-Handelsumsatz von Robinhood ist gegenüber seinem Quartalshoch Mitte 2021 um 79 Prozent gesunken, einschließlich eines Einbruchs von 5 Prozent im letzten Quartal. Das steht im Einklang mit einem breiten Volumenrückgang bei Krypto, der seit letztem Januar rückläufig ist und im Dezember weiter zurückgegangen ist:

Aber im Gegensatz zu den Meme-Aktien ist der Einzelhandel in Krypto nur die halbe Wahrheit. Kryptofirmen schwimmen in institutionellem Geld, das hauptsächlich von VCs bereitgestellt wird. Am Montag sammelte Polygon 450 Millionen US-Dollar von Geldgebern wie Sequoia Capital und SoftBanks Vision Fund 2. Oder betrachten Sie diese Meldung in der FT letzte Woche:

> Das Start-up hinter Bored Ape Yacht Club, der nicht fungiblen Token-Sammlung, zu deren Eigentümern Prominente wie Gwyneth Paltrow und Snoop Dogg zählen, diskutiert eine Finanzierung mit Andreessen Horowitz, die einen Wert zwischen 4 und 5 Milliarden US-Dollar haben würde.
>
> Personen mit Kenntnis der Diskussionen zufolge will der NFT-Pionier Yuga Labs in einer neuen Finanzierungsrunde eine Multimillionen-Dollar-Beteiligung verkaufen. . .
>
> Mit den Gesprächen vertraute Personen sagten, dass Yuga sogar Krypto-Token an Investoren und bestehende Inhaber von Bored Ape ausgeben könnte, die sich dann auf dem Wiederverkaufsmarkt als wertvoll erweisen könnten.

Das nachlassende Einzelhandelsinteresse und fallende Preise haben VCs nicht abgeschreckt, die riesige Gewinne wittern, wenn Krypto zu einer kritischen Finanzinfrastruktur wird. Nachdem die Spitzenspekulation hinter uns liegt, sind Meme-Aktien lustlos, während Krypto die Finanzierung hat, um weiterzumachen.

Und Krypto hat sich von genügend Einbrüchen erholt, um einigen Kommentatoren zu versichern, dass die Revolution kommt. Hier ist der Historiker Niall Ferguson, der am Wochenende in Bloomberg schrieb:

> Bitcoin wird heute vor allem als ȣdigitales Goldȣ angesehen. . . Wie mein Kollege von der Hoover Institution, Manny Rincon-Cruz, letzten Monat in einem brillanten Aufsatz argumentierte: ȣDas zentrale Wertversprechen und die technologische Innovation von Bitcoin ist die digitale Knappheit über ein öffentliches,

> dezentralisiertes Hauptbuch, das einen festen Vorrat von 21 Millionen Bitcoins verfolgt.ঃ Es ist diese Knappheit, die Investoren mögen, verglichen mit ج wie die Pandemie deutlich gemacht hat ج dem potenziell unbegrenzten Angebot an Fiat-Währungen. . .
>
> Wenn ich die Finanzgeschichte auf die Zukunft anwende, gehe ich davon aus, dass dieser Krypto-Winter bald vorbei sein wird. Darauf wird ein Frühling folgen, in dem Bitcoin seinen stetigen Fortschritt fortsetzt, nicht nur eine volatile Option für digitales Gold, sondern selbst ein zuverlässiges digitales Gold zu sein; und [decentralised finance] widersetzt sich den Skeptikern, eine Finanzrevolution zu entfesseln, die so transformativ ist wie die E-Commerce-Revolution von Web 2.0.

Unhedged ist vorsichtig mit Vorhersagen, aber wir denken gerne über die Bandbreite der Vermutungen anderer Leute nach. Der Handel ঃKrypto-Revolutionঃ ist überfüllt, ebenso wie der Handel ঃKrypto geht auf Nullঃ. Der mittlere Bereich wird vernachlässigt. Was, wenn sich Krypto nur als mittelgroße technische Innovation entpuppt, die die Bereitstellung bestimmter Dienste verbessert? Keine aufregende Wette, aber die Tragekosten sind sicher günstig. (*Ethan Wu*)

Eine gute Lektüre

Die Hälfte von Unhedged ging mit der US-amerikanischen Eiskunstläuferin Karen Chen, die gerade Silber in Peking gewonnen hat, aufs College. Auf dem Campus wurde Chens Name in ehrfürchtigem Ton ausgesprochen. ঃWie zum Teufel ist sie auch ein Pre-Med?ঃ wurde mehr als einmal gefragt. Jerry Brewer bringt dasselbe Gefühl auf die Seiten der Washington Post.

Quelle: Financial Times

Details

Besuchen Sie uns auf: krypto-news.at