



## Bond-Blase platzt (noch) nicht

### Description

Vor einigen Tagen hatten wir zwei Artikel veröffentlicht. In dem einen ging es darum, ob nun vielleicht die „[Große Rotation](#)“ raus aus Anleihen – rein in Aktien einsetzt. In dem anderen ging es um das Gegenstück, nämlich die Frage, ob ein [Bond-Crash in Sicht](#) ist.

Die Investment-Firma Hoisington verwaltet ein Anlagevermögen im Volumen von 4 Mrd. Dollar und investiert in US-Staatsanleihen. In den zurückliegenden zehn Jahren wurden so durchschnittlich gute neun Prozent im Jahr erwirtschaftet. Der Gründer dieses Fonds setzt seit den frühen 1990er Jahren auf sinkende Renditen für US-Treasuries – und tut dies weiterhin.

Im [aktuellen Vierteljahres-Rück- und Ausblick schreibt Hoisington](#): Wir waren lange vor QE1 der Meinung, dass die Rendite für 30-jährige TBonds nicht steigen und nicht oben bleiben wird. Heute, mit langfristigen Zinsen um drei Prozent, bleiben wir dabei. Die Renditen mögen mit Änderungen der Anlegerpsychologie periodisch steigen, aber die zugrundeliegenden Fundamentaldaten stellen sicher, dass sie nicht oben bleiben werden. Die ungenügende Nachfrage und ihre Wurzel, die Überschuldung, deuten weiterhin auf ein Umfeld mit sinkenden langfristigen Zinsen hin.

Die Argumente im Einzelnen:

Die Produktionskapazitäten übersteigen die Güternachfrage bei weitem. Das liegt in erster Linie daran, dass es in den zurückliegenden Dekaden einen Überkonsum im Vergleich zum Einkommen gegeben hat. Kreditfinanzierung hat das zeitweise möglich gemacht, aber zu Überschuldung geführt. Aus der unzureichenden Nachfrage resultiert ein deflationäres Umfeld.

Dies wird überdeckt durch Preissteigerungen, die von staatlichen Einflüssen herrühren: Steuern, Gebühren und sonstige Regulierungen bis hin zu steigenden Ausgaben für medizinische Behandlung treiben die Preise hoch und wirken dem wettbewerbs-bedingten Abwärtsdruck auf die Marktpreise entgegen. Den Preissteigerungen steht kein adäquates Wachstum bei Einkommen und Lebensstandard gegenüber – ein deflationäres Paradox.

Die Fed hat aus dem Nichts Geld geschaffen, um finanzielle Assets zu kaufen. Das schafft das Potenzial und eben auch nur das Potenzial für eine Ausweitung der Geldmenge in der Realwirtschaft. Wohl aber steigen dadurch auch die Inflationserwartungen. Das hat dazu geführt, dass mit der Ankündigung von QE4 die langfristigen Zinsen zeitweilig zugelegt haben. Das ist aber nichts weiter als die Wiederholung der

Erfahrungen von QE1 und QE2.

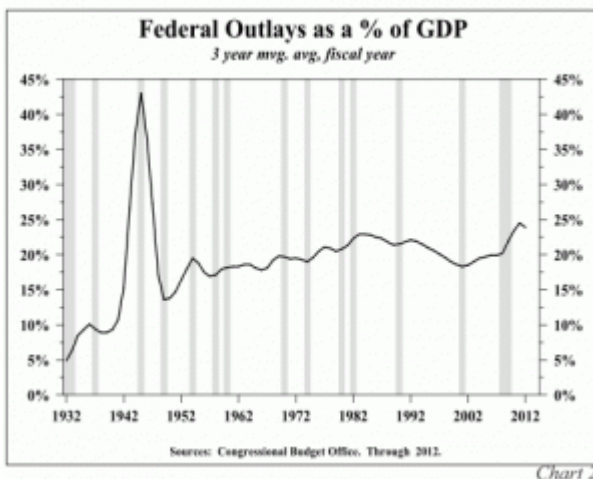
Trotz gestiegener Inflationserwartungen nach der drastischen Bilanzverlängerung der Fed seit 2008 sind die realen Preise nicht entsprechend angestiegen. Die Wirtschaft laviert dahin, die Preise bleiben unter Abwärtsdruck. Warum? Die Fed hat keine Kontrolle über die in der Wirtschaft zirkulierenden Geldmittel und deren Umlaufgeschwindigkeit. 60 Monate nach Beginn der Bilanzexpansion der Fed ist keine inflationäre Spirale erkennbar. Der Prozess, die Schuldenüberhänge abzuarbeiten, dauert lange und unglücklicherweise setzt unsere Gesellschaft das Schulden machen fort. Das wirkt deflationär.

Langfristige Entscheidungen der Wirtschaftssubjekte werden erschwert oder verhindert, weil eine hohe Staatsschuldenquote die Wahrscheinlichkeit höherer künftiger Steuern, sowie die Gefahr von weiteren Finanzkrisen beinhaltet. Das hat einen negativen Effekt auf das Wirtschaftswachstum. Das gilt auch, wenn Schulden vor allem den gegenwärtigen Konsum statt künftige produktive Investitionen finanzieren. In diesem Sinne sieht Hoisington auch die Obama-Aktionen hinsichtlich „Social Security“ und „Medicare“ kritisch. Das werde zu einem dramatischen Anstieg der Staatsverschuldung führen und weiteres Wachstumspotenzial kosten.

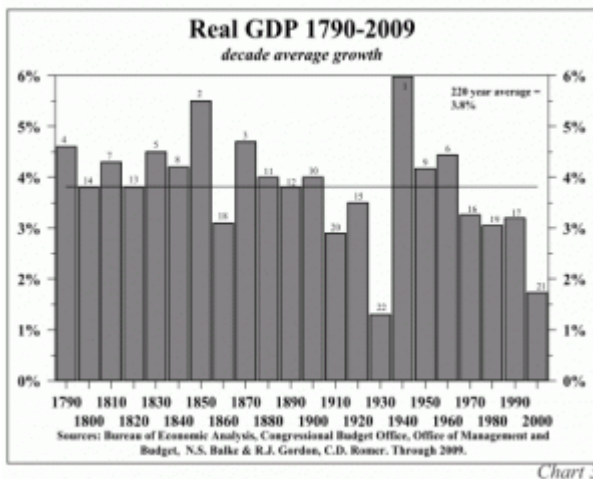
Der Multiplikator für Staatsausgaben ist klein, vielleicht sogar negativ. Der Multiplikator der Einkommenbesteuerung ist hingegen signifikant negativ: Pro ein Prozent bleibender Steigerung veranschlagt Hoisington nach drei Jahren zwei bis drei Prozent Reduktion des realen BIP.

Zeitweilige staatliche Ausgabenprogramme schaffen Unsicherheit und unterhöheln die Basis für strategische Entscheidungen. Wenn Haushalte und Unternehmen die Regeln des Spiels nicht kennen, lassen sie langfristige, aber rentablere Projekte lieber sein.

Zwei Diagramme des Quartalsberichts sind interessant. Das erste zeigt die Staatsausgaben als Anteil vom BIP. Zitiert wird Barry Eichengreen, Professor an der Universität von Kalifornien, der davon ausgeht, dass ohne Änderungen bei „Social Security and Medicare“ in 25 Jahren Staatsausgaben von 40% des BIP zu erwarten sind.



Das zweite Diagramm zeigt, dass die Verschlechterung der wirtschaftlichen Bedingungen kein neues Phänomen ist und somit zwar durch die Finanzkrise verschlimmert, aber nicht ausgelöst worden ist. Die Dekade der 1960er war die letzte, in der das Wachstum über dem Durchschnitt der gesamten Zeit nach 1790 lag. In den ersten Jahren des neuen Jahrtausends lag das Wachstum durchschnittlich bei 1,8%, halb so hoch wie der Durchschnitt seit 1790. Das legt nahe, dass die Erosion der wirtschaftlichen Kräfte noch weitergeht.



Wenn hohe Schuldenberge die wirtschaftliche Performance beeinträchtigen, bleiben die Zinsen für lange Zeit niedrig. Letztendlich dürften die Märkte aber irgendwann das Vertrauen in die Fähigkeit der Regierung verlieren, die Schulden zurückzuzahlen. Dann kommt es zum „Bang Point“ von Reinhart und Rogoff, die Zinsen steigen.

Diesen „Bang Point“ sieht Hoisington auf absehbare Zeit jedenfalls nicht erreicht und prognostiziert weiter sinkende langfristige Zinsen.

Die Argumente für eine weiterhin lahme wirtschaftliche Entwicklung sind überzeugend (und auch nicht grundsätzlich neu). Vielleicht gibt es noch einige Zeit beides gleichzeitig: Weiter tiefe langfristige Zinsen, also eine Bond-Blase, und gleichzeitig eine Aktien-Blase, auch ohne "Große Rotation". Voraussetzung ist dann natürlich eine exzessive, anhaltende Geldflut seitens der Notenbanken.