

Bond-Zinsen: Tief kommt noch

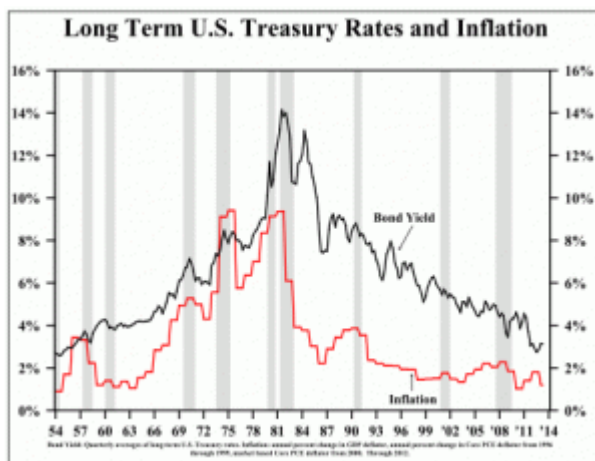
Description

Hoisington Investment Management nimmt im [jüngsten Quartalsbericht](#) des Unternehmens eine Minderheits-Meinung zur Entwicklung der Zinsen von US-Bonds ein: „The secular low in bond yields has yet to be recorded.“ Nachfolgend bringen wir eine zusammenfassende Übersetzung des Berichts.

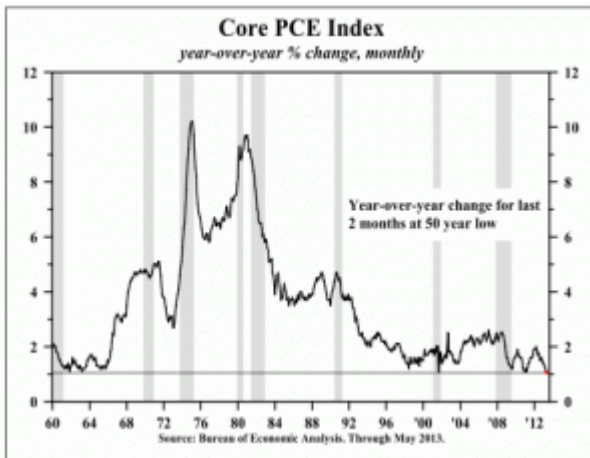
Die Verfasser schließen an ihre [frühere Argumentation](#) an und stellen in ihrem Bericht auf folgende Faktoren ab:

- Verminderter Inflationsdruck
- Verlangsamtes BIP-Wachstum
- Schwächer werdende Fundamentaldaten, die Verbraucher betreffend
- Gegen Wachstum ausgerichtete Geld- und Fiskalpolitik

Nachhaltig steigende **Inflation** war immer und ist auch jetzt eine Voraussetzung für dauerhaft steigende langfristige Zinsen. Irving Fisher hat dies vor 83 Jahren in seiner “Theory of Interest” gezeigt. Langfristige Zinsen ergeben sich als Summe aus Inflationserwartungen und realen Zinsen. Dieser Zusammenhang ist in zahlreichen statistischen Studien bestätigt worden und kann empirisch am Vergleich der Treasury-Bond-Zinsen mit der Inflationsrate beobachtet werden. Seit 1954 sind die Bondzinsen und die Inflationsrate (auf Basis Kern-PCE-Deflator) in 80% der Zeit in die gleiche Richtung gelaufen.

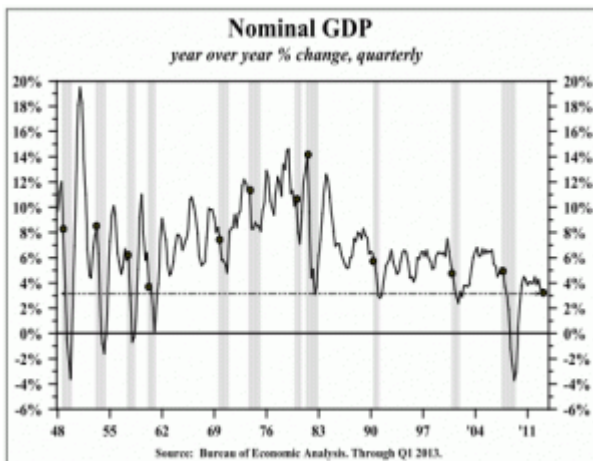


Die jährlichen Änderungen im Kern-PCE-Deflator, dem die Fed besondere Beachtung schenkt, stehen am Tiefpunkt der über fünf Dekaden reichenden Zeitreihe.



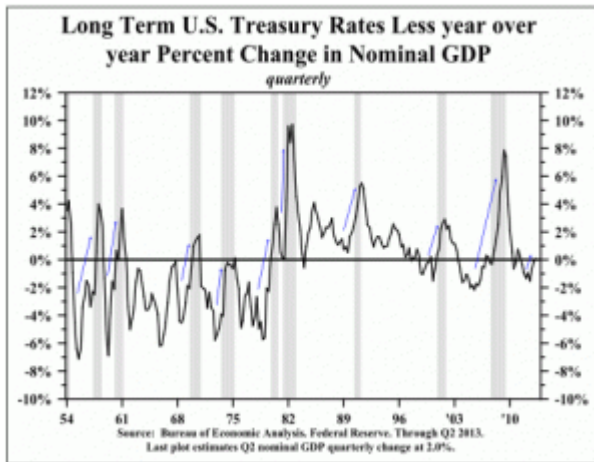
Der Verlauf des Indikators dürfte sinkende Bond-Zinsen begünstigen. Hinzu kommen die Aufwertung des Dollars und die sinkenden Rohstoffpreise. Der Dollar notiert aktuell 14% über dem Tief aus 2011. Ein festerer Dollar führt zu sinkenden Importpreisen, dies wiederum drückt die Preise einheimischer Produzenten. Rohstoffpreise sind heute 20% tiefer als in der Spitze 2011. Das alles macht nachhaltig steigende langfristige Zinsen unwahrscheinlich.

Das **BIP-Wachstum**, ob real oder nominal, ist aktuell das langsamste aller Expansionsphasen seit 1948. Vom ersten Quartal 2012 bis zum ersten Quartal 2013 stieg das nominale BIP um 3,3%. Das ist weniger als beim Eintritt in alle Rezessionsphasen seit 1948 (siehe Punkt-Markierungen). Beim realen BIP sieht es ähnlich aus: Die über das zurückliegende Jahr erreichten plus 1,6% liegen sogar unter den Zuwächsen in den 2000ern und dramatisch unter dem Mittelwert der Zuwachsrate in den zurückliegenden 223 Jahren – das zeigt eine chronische langfristige Underperformance der US-Wirtschaft.

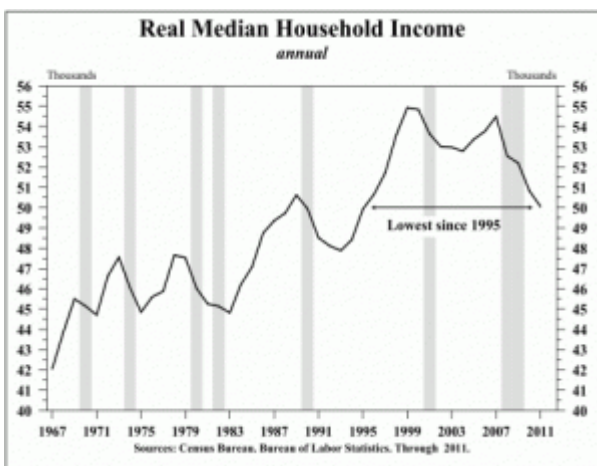


Im zurückliegenden Jahr sind die Treasury-Bond-Zinsen gestiegen, während sich das Wachstum abschwächte. Die Differenz zwischen der Bondzinsen und der nominalen BIP-Wachstumsrate ist in zweierlei Hinsicht wichtig. Erstens: Wenn die Zinsen schneller steigen als das BIP werden die monetären Bedingungen zum Hemmschuh für das Wachstum. Diese Bedingung trat vor allen Rezessionen nach 1950 auf, wie der folgende Chart zeigt. Zweitens: Das nominale BIP-Wachstum repräsentiert den Zins der Gesamtwirtschaft – er ist höher als der für 30-jährige Bonds, weil er stärker risikobehaftet ist. Die Differenz Bondzinsen minus BIP-Wachstum ist ein Hinweis darauf, dass Investoren sichere langfristige Bonds

riskanteren Assets vorziehen. Deutlich sind die Anstiege des Indikators im Vorfeld, bzw. zu Beginn von Rezessionen. Sein aktueller Verlauf lässt daran zweifeln, ob der Pessimismus hinsichtlich Bonds und der Optimismus hinsichtlich Wirtschaftswachstum berechtigt ist.



Die Verbraucher haben sich bis jetzt nicht von der "Großen Rezession" erholt. Die Einkommens- und Beschäftigungssituation ist wenig zufriedenstellend. Gemessen am Median-Haushaltseinkommen ist die gesamte Erholung seit 2008/2009 am Verbrauchersektor vorbeigegangen. Der gegenwärtige Lebensstandard entspricht dem von 1995.



Trotz der Zuwächse bei der Anzahl der Arbeitsplätze in den ersten sechs Monaten 2013 hat sich der Abwärtsdruck auf den Lebensstandard intensiviert. Etwa drei Viertel der neuen Jobs wurden in vier der am schlechtesten zahlenden Industriezweige geschaffen: Einzelhandel, Zeitarbeit, Bewirtung und Freizeit, medizinische Betreuung (siehe auch [hier!](#)). Die Zahl der Teilzeitarbeitsplätze stieg im ersten Halbjahr 2013 monatsdurchschnittlich um 93.000, Vollzeitarbeitsplätze nahmen hingegen nur um durchschnittlich 22.000 zu. Die Vollzeitbeschäftigung kommt gegenwärtig auf 47% der Erwachsenen-Bevölkerung – das ist nahe den Tiefs der zurückliegenden drei Dekaden.

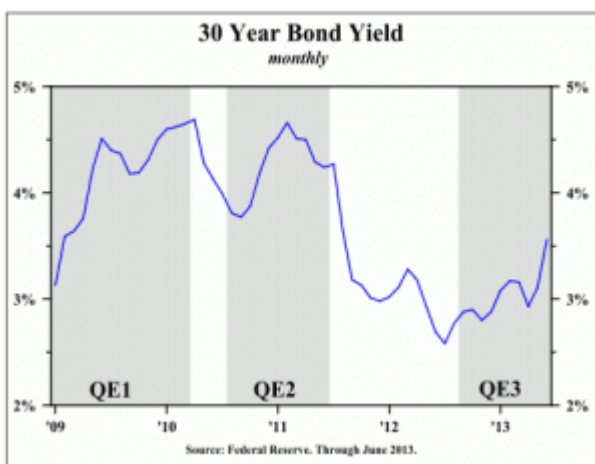
Der Fall der Sparquote in den ersten Monaten 2013 ist eine Reaktion auf Steuererhöhungen. Zahlreiche Studien haben ergeben, dass höhere Steuern mit einer Verzögerung von zwei bis drei Quartalen auf die Konsumentenausgaben durchschlagen. Daher wird die hauptsächlichliche Wachstumsbelastung im dritten und vierten Quartal erwartet, wobei die negativen Auswirkungen bis 2015 andauern dürften. Etwa 140 Mrd. Dollar der Steuererhöhungen sind permanente Einkommensreduktionen.

Astronomische Summen wurden seit 2008/2009 ausgegeben, aber das hat dem Wachstum nicht

geholfen. Im Gegenteil, per Saldo waren diese Aktionen kontraproduktiv. Die Fed hat die Fed-Funds-Rate nahe Null gehalten und versucht, die langfristigen Zinsen durch eine Reihe von QE-Maßnahmen zu drücken. Mit jedem QE-Programm hat die Fed aber das Gegenteil erreicht. Erst nach dem jeweiligen Ende sind die Zinsen zurückgegangen. Die Fed kann die langfristigen Zinsen nicht kontrollieren, da sie von Inflationserwartungen bestimmt werden, nicht von Angebot und Nachfrage.

Das ist konträr zu dem, was man intuitiv annehmen sollte – mit zunehmenden Käufen sollten die Preise steigen und die Zinsen sinken, aber das Gegenteil geschah. Warum? Wenn die Fed kauft, erscheint es so, als würden die Besitzer von Treasuries (aktuell etwas 9,5 Bill. Dollar ausstehend) entscheiden, dass die Aktionen der Fed inflationär wirken und verkaufen demzufolge ihre Bestände, was die Zinsen steigen lässt. Wenn die Fed ihr Programm stoppt, fallen die Inflationserwartungen und erzeugen eine Nachfrage nach Bonds, was die Zinsen wieder nach unten bringt. Die QE-Maßnahmen waren so kontraproduktiv für das Wachstum, weil die Zinsen jeweils gestiegen sind.

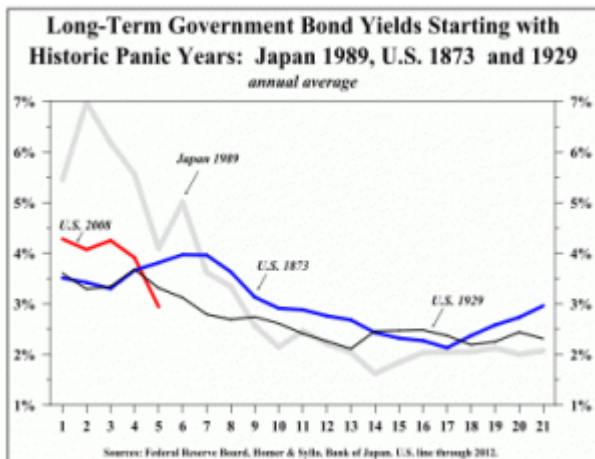
Während QE1 und QE2 stiegen auch die Rohstoffpreise, der Dollar fiel und die Inflation stieg zeitweilig. Die Löhne haben jedoch nicht mitgezogen. So sind die realen Lohneinkommen gesunken und die Situation vieler Haushalte hat sich in dieser Zeit durch die Fed-Aktionen verschlechtert.



Was die Staatsausgaben angeht, so haben sie keinen nachhaltigen Wachstumseffekt, stellt Hoisington fest. Anders verhält es sich mit Steueränderungen. Die durchschnittliche jährliche Zuwachsrate des realen persönlichen Einkommens lag 2011 bei 3,4%, 2012 waren es 2,2%. In 2013 lag der Durchschnitt bis Mai bei 1,8%. Die schwächere Einkommensentwicklung schlägt sich in den schwächeren Konsumausgaben nieder: Nach einer durchschnittlichen jährlichen Zuwachsrate von 2,5% in 2011 wurden 2012 1,9% und in den ersten Monaten 2013 1,8% verzeichnet.

Zum Schluss des Berichts stellen die Verfasser **historische Vergleiche** an, wohl auch um dem Argument zu begegnen, die massiven Eingriffe der Fed hätten die Verhältnisse so verzerrt, dass man in der Vergangenheit taugliche Sichtweisen und Instrumente auf die gegenwärtige Situation nicht anwenden kann.

Im Nachgang der Schulden-induzierten Panikjahre von 1873 und 1929 in den USA und 1989 in Japan sind die Zinsen für langfristige Staatsanleihen innerhalb von 13 und 14 Jahren (Anm.: also etwa einen halben Kreditzyklus lang) bis auf 2% gesunken. Und die aktuelle Entwicklung folgt dem historischen Beispiel, schreiben die Verfasser und betonen, auch aus diesem Blickwinkel liegt das säkulare Tief der langfristigen Zinsen in der Zukunft.



Ich kann der Argumentation der Verfasser einiges abgewinnen – auch (oder gerade), weil sie eine Minderheitsmeinung darstellt. Sie steht und fällt jedoch damit, dass die größten Gläubiger der USA nicht eines Tages ob der [historisch hohen Gesamtverschuldung](#) der USA oder aufgrund politisch-militärischer Spannungen oder aus anderen Gründen die Nerven verlieren und die Zinsen stark und nachhaltig ansteigen lassen.

Die Verfasser haben in jedem Fall recht mit ihrer Feststellung einer chronischen langfristigen Underperformance der US-Wirtschaft – siehe z.B. "[Wachstumsillusionen | Teil 1](#) und [Wachstumsillusionen | Teil 2](#). Genauso trifft ihre Feststellung zu, dass die gefeierte Erholung am Arbeitsmarkt keineswegs auf soliden Füßen steht und demzufolge die Arbeitseinkommen, sowie die kaufkräftige Nachfrage keine Basis für eine schwungvolle wirtschaftliche Erholung darstellen.

Denkbar, dass die Bond-Akteure auf die Gesamtsituation insgesamt rationaler reagieren als die stark Stimmungs-getriebenen Aktien-Anleger. Allerdings haben wir es aktuell mit der historisch einmaligen Kombination von dauerhafter Wachstumsschwäche und überbordender Verschuldung zu tun. Inwieweit da in der Vergangenheit taugliche Sichtweisen und Instrumente auf die gegenwärtige Situation anwendbar sind, muss zumindest immer wieder kritisch hinterfragt werden.

Möglicherweise wird es übergeordnet (abgesehen von zeitweiligen Verwerfungen) noch einige Zeit beides gleichzeitig geben: Weiter tiefe langfristige Zinsen, also eine Bond-Blase, und gleichzeitig eine Aktien-Blase, auch ohne "Große Rotation". Voraussetzung dafür wäre eine immer exzessivere Geldflut seitens der Notenbanken.