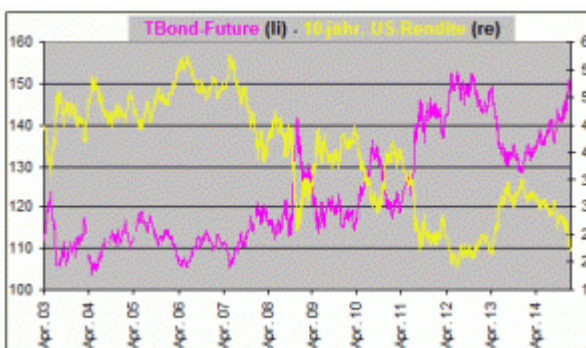


Negativzinsen – wie weit noch?

Description

Die Fed hat am Mittwoch erneut signalisiert, dass sie die Leitzinsen später im Jahr erhöhen will. Zusätzlich hat sie ihre Einschätzung hinsichtlich des Zustands der US-Wirtschaft angehoben und spricht jetzt davon, dass sich die wirtschaftlichen Aktivitäten solide entwickelten. Vorher war von „moderat“ die Rede. Den Aktionären gefiel das nicht, der S&P 500 sank um 1,4% auf einen wichtigen Support bei 2002 und zugleich unter die EMA50. Die konnte am Folgetag nicht zurückerobert werden. Gestern brachte die erste Schätzung des US-BIP für das vierte Quartal 2014 einen weiteren „Missklang“. Es war ein Anstieg von 3% erwartet worden, heraus kamen lediglich 2,6%. Der S&P 500 kontrahierte um 1,3% auf 1995, schloss also unter der magischen Grenze von 2000.

In den zurückliegenden Jahren haben die FOMC-Mitglieder immer wieder eine stärkere Entwicklung des wirtschaftlichen Wachstums und eine schnellere Zinsanhebung vorhergesagt, als dann eingetreten ist. Die Bond-Märkte haben ihre eigene Vorstellung von der Zinsentwicklung. Die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen hat ihre Abwärtsbewegung nach der FOMC-Sitzung fortgesetzt und notiert mittlerweile bei 1,675%. Die Rendite der 30-jährigen notiert bei 2,251% und markiert beinahe täglich ein neues Allzeittief. Dementsprechend bewegt sich der TBond-Future mit 151,69 nahe am Allzeithoch wie zuletzt im Juli und November 2012. Ende Juli 2012 hatte EZB-Draghi verkündet, die EZB werde alles tun, um den Euro zu retten. Mittlerweile gibt es Anzeichen für eine exponentielle Entwicklung, die üblicherweise (irgendwann) zu einer extremen Bewegung in die Gegenrichtung führt.



Schaut man auf die Entwicklung der Renditen für die zweijährigen US-Staatsanleihen, die als besonders sensibel hinsichtlich der Leitzinserwartungen gelten, so sind sie nach der Fed-Sitzung ebenfalls weiter gesunken. Auch die impliziten Inflationserwartungen, die auf dem Rendite-Spread zwischen nominalen und



inflationindizierten Staatsanleihen beruhen, bewegen sich mit aktuell 1,6% für zehnjährige Anleihen seit mehreren Monaten nahe mehr-Jahres-Tief. **Der Bond-Markt wettet darauf, dass der Preistrend in den kommenden Monaten weiter nach unten zeigt und sieht nicht, dass der Zinszyklus bald neu startet.** Auch die Auswertung der Spreads zwischen der Rendite der 13-wöchigen TBills und den Fed-Funds-Rates (effective und Target) zeigt schon seit April 2014 keine Erwartung steigender Leitzinsen an (Chart [hier!](#)).

Relativ gesehen führen die QE-Maßnahmen im Ausland zu einer restriktiveren Geldversorgung in den USA. Dazu kommt, dass auch die sinkenden Rohstoffpreise der Fed zeitlichen Spielraum für eine Zinsanhebung geben.

Zum Inflationsthema in den USA gibt es zwei Anmerkungen: Zum einen bekommen Lohnsteigerungen Unterstützung dadurch, dass seit Jahresanfang in 20 Staaten die Mindestlöhne angehoben wurden. Zum anderen zeigt eine [Aufstellung des „Bureau of Labor Statistics“](#) für Dezember signifikante Anstiege bei zahlreichen Gütern des täglichen Bedarfs gegenüber dem Vorjahresmonat. Dass dies bisher nicht durchschlägt, hängt u.a. mit der Dollaraufwertung und dem Ölpreisverfall zusammen.

So lange also keine Zinswende in Sichtweite rückt, werden professionelle Investoren das Spiel mit Staatsanleihen weiter spielen. Sie spielen dieses Spiel üblicherweise gehebelt, setzen z.B. nur ein Zehntel der zu investierenden Summe aus eigenen Mitteln ein und nehmen für den Rest einen Kredit in Anspruch. Da die Zinsen für Zentralbankgeld vernachlässigbar sind, ergibt sich daraus ein profitables Hebelgeschäft – aber nur so lange die Bondkurse weiter in die erwartete Richtung laufen.

Die Bank of America Merrill Lynch schätzt, dass 25% des 5,8 Bill. Dollar großen Markts für Staatsanleihen der Eurozone mit negativen Renditen gehandelt werden. Nach der Entscheidung der EZB für QE-Maßnahmen sind die Renditen weiter gefallen. Die Kurse sind weiter gestiegen und darauf kommt es an, wenn man Staatsanleihen als Trading-Position ansieht. Auf den Punkt gebracht: Diejenigen, die solche Bonds handeln, nehmen es in Kauf, dem Schuldner, der diese Papiere emittiert, etwas dafür zu zahlen, dass man ihm seine Schulden abkauft.

Die Volkswirtschaftslehre hat jahrzehntelang das „Zero Bound“-Mantra gepredigt: Zinsen könnten nicht unter Null sinken, weil ansonsten die Cash-Haltung vorgezogen wird. Das ist nun Vergangenheit. Zunächst wurden im vergangenen Jahr die kurzfristigen Zinsen auch in Deutschland negativ, [jetzt rentieren nur noch Anleihen mit mehr als fünf Jahren Restlaufzeit positiv](#). Dieser Zustand ist auch in Japan und Finnland erreicht. Frankreich ist auf dem Weg dahin. In der Schweiz ist die Rendite schon für Laufzeiten von zehn Jahren negativ. Die USA ist noch nicht so weit, aber vermutlich sind auch dort negative Zinsen zumindest am kurzen Ende nur eine Frage der Zeit. Die Renditen sind dort im internationalen Vergleich immer noch recht hoch – Grund genug dafür, dass Bond-Spekulanten hier noch deutliches Kurspotenzial sehen.

Historisch gibt es wenig Vorbilder für negative Zinsen. Selbst nach 1929 blieben die kurzfristigen US-Renditen bei Null festgetackert ([sie kamen von 5,8% im Jahre 1920 her und lagen noch im Mai 1929 bei 5,1%](#)).

Hinsichtlich des aktuellen Ausmaßes der Liquiditätsschwemme gibt es ebenfalls keine wirklichen historischen Vorbilder, sie ist in Verbindung mit niedriger und sinkender Inflation die Rahmenbedingung für negative Zinsen. Gründe dafür, dass man als Investor, der über große Summen verfügt, negative Zinsen in Kauf nimmt, gibt es einige. Zunächst ist auch die Cash-Haltung großer Summe außerhalb des Bankensystems mit Kosten verbunden, weil man sich das Geld nicht mal so eben unter das Kopfkissen legen kann. Bankeinlagen sind unter Sicherheitsaspekten keine Alternative, die Einlagenversicherung gilt nur bis 100.000 Euro. Zudem kann bei sinkendem Preisniveau der reale Ertrag auch bei negativen Zinsen noch positiv sein; zumindest Kapitalerhalt ist da eine realistische Perspektive. Und schließlich lassen sich auch bei negativen Zinsen noch positive Erträge erwirtschaften, schließlich steigen die Anleihekurse mit sinkenden Zinsen weiter an. Und das führt zurück zu der Bemerkung weiter oben – und der Ertrag ist noch

deutlich steigerungsfähig, wenn man die Investition hebelt. Negative Zinsen führen aber dazu, dass insbesondere Staatsanleihen ihren Charakter als permanentes sicheres Zinseinkommen immer mehr verlieren und zu Trading-Objekten werden. Diese Entwicklung haben etwa Aktien vor einigen Dekaden bereits vorgezeichnet, als der Dividenden-Aspekt in den Hintergrund trat. Rohstoffe werden seit Mitte der 1990er Jahre ebenfalls zunehmend unter diesem Aspekt gesehen. Die Entwicklung im Anleihenbereich hat aber ungleich stärkere und weitergehende Auswirkungen, weil dies eine kalte Enteignung der Sparer bedeutet und die Altersversorgung massiv gefährdet.

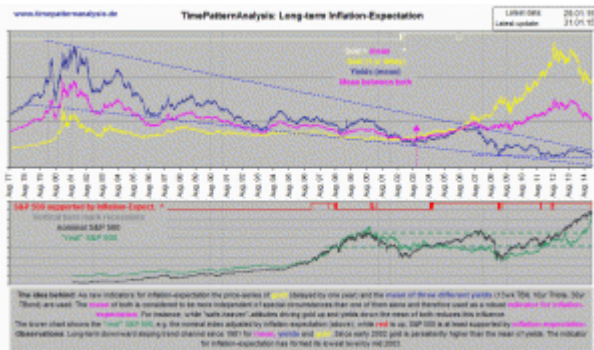
Es gibt eine Reihe von Gründen für die relativ hohen US-Renditen. Zum einen dienen US-Staatsanleihen wie auch der Dollar als sicherer Hafen. Wir leben in unsicheren Zeiten. Deflation, zumindest disinflationäre Tendenzen und damit verbunden sinkende bis negative Renditen in vielen Ländern machen US-Treasuries relativ attraktiv. [QE-Maßnahmen in der Eurozone](#) und in [Japan](#) schaffen Geld, das in US-Staatsanleihen investiert wird. Der festere Dollar (besser die schwächeren Euros und Yens) machen eine Investition in den USA zusätzlich attraktiv. So lag etwa die ausländische Nachfrage nach Treasuries im Dezember bei 50%. Die Fed kauft keine Staatsanleihen mehr, Ausländer springen ein, aber auch einheimische private Anleger, wie US-Banken. Bedingt durch neue Regeln müssen die größten Banken mehr liquide Assets halten, von denen 60% durch Staatsanleihen besichert sein müssen. Unternehmensanleihen werden nur noch zur Hälfte als liquide (=sicher) eingestuft. Pensionsfonds und Lebensversicherungen sehen Treasuries weiterhin als attraktiv an, um ihre Verpflichtungen erfüllen zu können.

Die Spreads zwischen Treasuries und Junk-Bonds weiten sich aus, was z.T. auf Bedenken hinsichtlich [schwach aufgestellter Energie-Firmen](#) zurückgeht. Aber auch die Spreads zu Investment-grade Anleihen steigen, denn Energieanleihen stellen in den meisten Benchmark-Indices etwa 20%. Unternehmen geben andererseits so viel Anleihen aus wie nie zuvor, oft werden damit Dividenden und [Aktienrückkäufe finanziert](#). Unter dem Strich führt das alles zu einer Verlagerung der Anleihe-Nachfrage hin zu Treasuries. Gleichzeitig geht mit dem sinkenden US-Budget-Defizit das Angebot an neuen Treasuries zurück.

Und noch mehr Gründe für die Rally in US-Staatsanleihen: Die Baby-Boomer der Nachkriegszeit gehen in Rente, ältere Leute reduzieren ihr Risiko und favorisieren sichere Anleihen auch bei niedrigen Zinsen. Und schließlich sind Spekulanten zunehmend short hinsichtlich Kursen v.a. der zehnjährigen Staatsanleihen positioniert. Wenn die Rallye hier aber weitergeht, werden sie früher oder später gezwungen sein, die Papiere zurückzukaufen, was die Kurse antreibt (siehe den Ansatz zu exponentieller Entwicklung im Chart oben).

Wenn die Rendite für 30-jährige US-Staatsanleihen von 2,75%, dem Stand zum Jahreswechsel, bis zum Jahresende auf 2% fällt, wie manche glauben, entspräche das einem „Total Return“ von gut 18%. Auch wenn die Rendite der zehnjährigen Bonds im selben Zeitraum von 2,1% auf 1% sinken würde, ergäbe sich noch ein „Total Return“ von 12%. Zum Vergleich: Über das gesamte vergangene Jahr ist der TBond-Future um 13% gestiegen. Kein schlechtes Geschäft – erst recht nicht, wenn es gehebelt wird.

Die längerfristige Perspektive bei den US-Zinsen lässt sich in folgendem Chart verdeutlichen: Das Mittel aus 30- und 10-jährigen Renditen, sowie aus den Zinsen für 13-wöchige TBills bildet seit den frühen 1980er einen Abwärtskeil (siehe oberen Chart). Bis zu seiner Untergrenze ist noch „Luft“, ob sie genutzt wird, steht dahin. Damit die Untergrenze erreicht würde, müssten sich die Renditen von heute aus ungefähr nochmals etwa dritteln. Das ist aus heutiger Sicht zwar schwer vorstellbar. So lange EZB und BoJ aber mit ihren QE-Maßnahmen fortfahren und Euro, sowie Yen die Schwäche ausbauen, spricht nicht viel für eine nachhaltige Umkehr nach oben. Es sei denn – das Finanzsystem gerät in eine existentielle Krise, in der Assets jeder Art zu Geld gemacht werden müssen, etwa weil die Schulden in die "verkehrte" Richtung hebeln oder die ohnehin dünne Eigenkapitaldecke zu kurz wird.



Fazit: Die Rally in Staatsanleihen enteignet Sparer und all die, die über "buy-and-hold" von Anleihen für ihren Lebensabend vorsorgen. Sinkende und niedrige bis negative Zinsen lassen Trader solcher Papiere jedoch eine „goldene Nase“ verdienen. Das treibt die Renditen weiter herunter, auch in den USA sind deutlich niedrigere Zinsen als heute wahrscheinlich. Dass dabei zumindest am kürzeren Ende auch negative Werte erreicht werden, ist nicht unwahrscheinlich.

Die QE-Maßnahmen der EZB beschleunigen diese Entwicklung. [Dabei könnte sich der zunächst angepeilte Betrag von 1,14 Bill. Euro schon bald als zu klein erweisen](#). Die Bilanz aller Euro-Banken zusammen kommt per Oktober 2014 auf 31,2 Bill. Euro, das ist etwa das 2,2-fache des BIP der Eurozone. Die jederzeit fälligen Verbindlichkeiten der Euro-Geldhäuser betragen 4,9 Bill. Euro, ihre Kassenguthaben bei der EZB weniger als 200 Mrd. Euro. Um die Euro-Banken jederzeit zahlungsfähig zu halten, könnte die EZB also unter bestimmten Umständen gezwungen sein, bis zu 4,7 Bill. Euro zusätzlich zur Verfügung zu stellen.

Ordnungspolitisch ist zu negativen Zinsen anzumerken: [Der Aspekt der Zeitpräferenz, ist aus meiner Sicht entscheidend für den Zins](#). Entwickelte Volkswirtschaften tendieren normalerweise eher zu niedrigeren Zinsniveaus hin. Ihr vergleichsweise „gesicherter Wohlstand“ schafft Vertrauen in die Zukunft, wodurch die Präferenz von Gegenwartsausgaben vergleichsweise geringer ausgeprägt ist. Aber es wäre „menschlich“ widersinnig, zu unterstellen, dass der Zugriff auf die gleiche Menge an Gütern in der Zukunft gleich oder sogar höher bewertet wird als der in der Gegenwart (was negativen Zinsen entspräche). Hierzu müsste u.a. die Voraussetzung vollständiger Sicherheit über die Zukunft gehören. Wenn die Zentralbanken heute alles tun, um den Zins unten zu halten und ihn sogar in den negativen Bereich drücken, sorgen sie dafür, dass ein wichtiges wirtschaftliches Maß völlig verzerrt wird.

Nachtrag:

(5.2.15) Gegen Ende der Amtszeit des damaligen Fed-Chef Greenspan spielten Käufe von US-Staatsanleihen v.a. durch China eine bedeutende Rolle, um die US-Währung gegen die eigene Währung zu stärken und damit die eigene Exportsituation zu verbessern. Angesichts der Umorientierung der chinesischen Wirtschaftspolitik zugunsten einer Stärkung der inländischen Nachfrage trat dieser Aspekt in den zurückliegenden Jahren etwas in den Hintergrund. Mit der schwächeren BIP-Entwicklung in China könnte China allerdings versucht sein, diesen Kurs wieder aufzunehmen. Das dürfte insbesondere dann akut werden, wenn der Dollar eines Tages wieder nachhaltige Schwäche zeigen sollte.