

Zwischen Koller und Irrfahrt

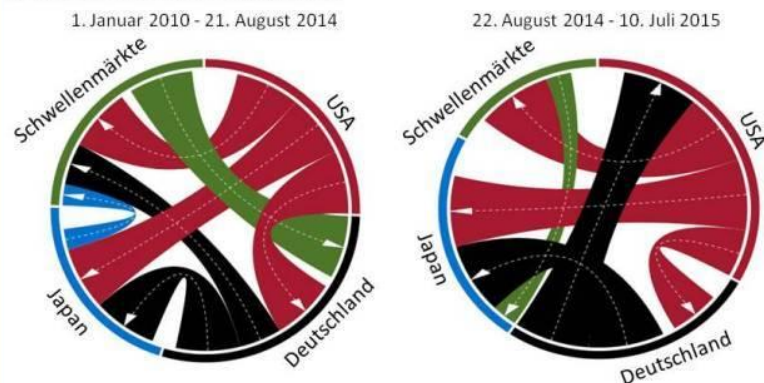
Von [Yinguan Chen](#), [David Jones](#) und [Sanjay Hazarika](#)

14. Juli 2015

Die globalen Finanzmärkte richten sich in der Regel nach den Vereinigten Staaten. Unerwartete Zinsanhebungen durch die Fed haben in der Vergangenheit die globalen Märkte in Aufruhr versetzt. Mit seiner bloßen Ankündigung, dass das Ende der Anleihekäufe und anderer geldpolitischer Maßnahmen in Sichtweite sei, löste der damalige Fed-Vorsitzende Ben Bernanke im Mai 2013 geradezu einen Koller im gesamten globalen Finanzsystem aus. Im letzten Jahr jedoch, so scheint es, liefen die Räder der Weltmärkte rückwärts – deutsche Staatsanleihen, sogenannte Bunds oder Bundesanleihen, und nicht Staatsanleihen der USA, die Treasuries, diktieren offensichtlich die Preise auf den globalen Anleihemärkten. Dieser Rollentausch könnte für mehr Komplexität in den Berechnungen der Anleger sorgen, die sich für den Start der Zinsanhebungen durch die Fed rüsten, die im weiteren Verlauf von 2015 erwartet werden. Da die Entwicklungen in Griechenland die Renditen auf Bunds und Treasuries steigen und sinken lassen, sollte man diesen Trend im Auge behalten.

Unser jüngster Global Financial Stability Report (Bericht zur Stabilität des globalen Finanzsystems, GFSR) stellte heraus, dass die monetären Entwicklungen im Euroraum besonders starken Einfluss auf die langfristigen Zinsen in den USA hatten. Bei der Konferenz der Zentralbanker im August 2014 in Jackson Hole sagte Mario Draghi, Chef der Europäischen Zentralbank, dass er weiterhin unkonventionelle Geldpolitik in Betracht ziehen würde, um Schwung in die blutleere Wirtschaft des Euroraums zu bringen. Kurz nach Jackson Hole machte die Europäische Zentralbank Ernst: Sie führte negative Einlagenzinsen ein und betrieb quantitative Geldpolitik (Quantitative Easing) durch großvolumige Vermögenskäufe. Das wurde zum Wendepunkt in der Beziehung zwischen Bunds und Treasuries.

Grafik 1. Die veränderliche Beziehung zwischen US-Treasuries und deutschen Bundesanleihen



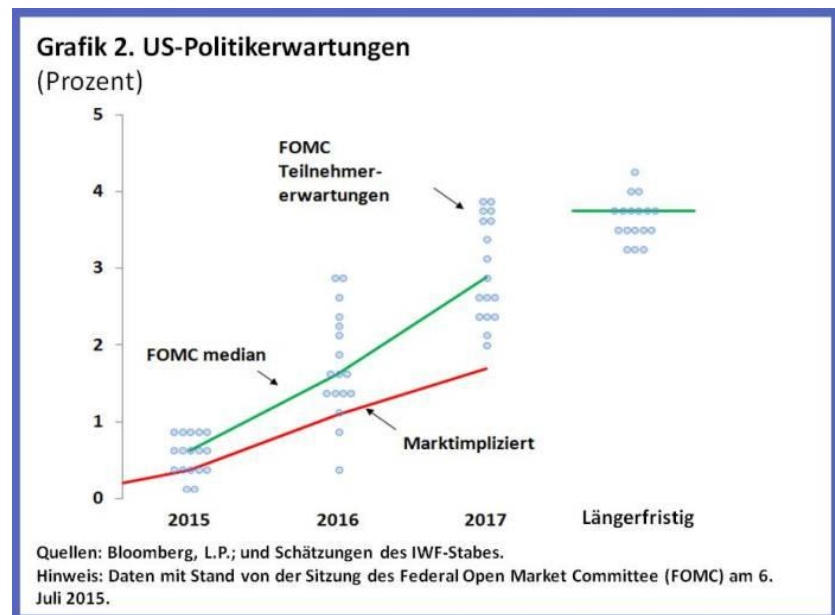
Quellen: Bloomberg, L.P.; und Schätzungen des IWF-Stabes

Hinweis: Das Jackson Hole Economic Policy Symposium fand am 22. August 2014 statt. Die Pfeile zeigen die Richtung der Granger-Kausalität. Die Breite der Streifen versinnbildlicht die Bedeutung der statistischen Werte aus der Granger-Kausalitätsprüfung im Chi-Quadrat. Der breiteste Streifen zeigt die Bedeutung auf dem Level von 1 Prozent, der mittlere Streifen bei 5 Prozent und der schmalste Streifen bei 10 Prozent. Die Analyse beruht auf Tagesdaten.

Mit einem statistischen Ansatz, der als Granger-Kausalitätsprüfung bezeichnet wird, zeigen wir, dass vor August 2014 die Veränderungen in der Verzinsung einer 10-Jahres-Treasury mit größerer Wahrscheinlichkeit den Veränderungen in der Verzinsung einer 10-jährigen Bundesanleihe vorausgingen (Granger-kausal). Nach diesem Zeitpunkt traf das Gegenteil zu: Veränderungen in Bund-Renditen gingen mit größerer Wahrscheinlichkeit den Veränderungen in den Treasury-Renditen voraus (Granger-kausal). Und so ergab es sich denn auch, dass Ende 2014 mit dem Renditerückgang der 10-jährigen Bunds um 50 Basispunkte auch die Renditen der 10-jährigen US-Treasuries um einen ähnlichen Betrag sanken (Grafik 1).

Untermauert wurde dies durch die Vorfälle am 7. Mai 2015, als die Verzinsung 10-jähriger Bunds von 0,59 % auf 0,78 % schnellte (der höchste Satz in fünf Monaten), der Tag dann aber im Großen und Ganzen unverändert abschloss. Die Veränderung der Bundesanleihe löste eine äquivalente Reaktion unter Treasuries aus. Anleger stellten umgehend Vergleiche mit der „Flash Rally“ der Treasury vom 15. Oktober an, als der Markt ein ähnlich geartetes plötzliches Absacken mit anschließendem Anstieg erlebte. In den ersten Junitagen hievt eine weitere Spitze in den 10-jährigen Bund-Renditen von 50 Basispunkten auf 1 % die Renditen der Treasuries von 2,12 % auf knapp 2,50 %. Die langfristigen Zinssätze in Deutschland wie den USA bewegten sich in den letzten Wochen weiterhin im Gleichschritt, während die Entwicklungen in Griechenland die Renditen auf Bunds und Treasuries steigen und sinken ließen.

Unsere Analyse im Oktober zeigte, dass zwischen den Erwartungen des Marktes zu Zeitpunkt und Tempo der Zinsanhebungen und den Projektionen der Fed eine gewisse Dissonanz herrscht. Der Markt geht von einem relativ moderaten Tempo und einem letztendlich relativ niedrigen Tagesgeldsatz aus (Grafik 2). Dies trifft im Allgemeinen auch zu, selbst nachdem die „Bund-Irrfahrt“ zwischen April und Juni dazu beitrug,



dass die Zinsen für 10-jährige Treasuries um mehr als 60 Basispunkte anstiegen. Infolge dessen steuert der US-Anleihemarkt möglicherweise auf eine volatile Periode zu, wenn die harte Wirklichkeit – namentlich die Absicht der Fed, die kurzfristigen Zinsen anzuheben – unweigerlich auf den Druck Europas auf die langfristigen US-Zinsen stößt. Trotz ungünstiger Umstände, wie ein langsames erstes Quartal, der stärkere Dollar und die Ungewissheiten im Zusammenhang mit Griechenland, machten die Verlautbarungen der Fed deutlich, dass die allgemeine Entwicklung der USA ein Anheben der Zinsen rechtfertigt.



Yingyuan Chen ist Research Officer im Ressort Weltmarktanalyse der Abteilung Geld- und Kapitalmärkte des IWF. Sie leistet Beiträge zum Global Financial Stability Report über Themen wie Staatsrisiken, Finanzstabilität und Kapitalmärkte.



David Jones ist leitender Experte für den Finanzsektor in der Geld- und Kapitalmarktgruppe und Vertreter des New Yorker Büros. Er wurde vorübergehend von der Federal Reserve Bank of New York, wo er als Officer in der Markets Group tätig ist, an den IWF entsandt. Zuletzt war er im Rahmen der Artikel-IV-Konsultationen für die Vereinigten Staaten zuständig, wo er die Analyse ausländischer Bankenorganisationen betreute. David hat einen Master-Abschluss in International Affairs von der Columbia University und einen Bachelor in Volkswirtschaft von der University of Chicago.



Sanjay Hazarika ist leitender Finanzsektorspezialist in der IWF-Abteilung Geld- und Kapitalmärkte. Er ist Mitverfasser des *Global Financial Stability Report* (Kapitel 1) und Mitglied des Teams für Marktüberwachung im Fonds. Er befasst sich hauptsächlich mit den globalen Märkten für festverzinsliche Wertpapiere und Derivate. Vor seiner Tätigkeit für den IWF arbeitete er rund 20 Jahre an den Finanzmärkten als Portfoliomanager, Trader für festverzinsliche Papiere und Finanzmanager einer Bank. Er hat einen Master-Abschluss von der Sloan School of Management am MIT.