

Volkswirtschaft Kompakt



Nr. 36, 6. Februar 2014

Fortschreitende Zinsnormalisierung an den Finanzmärkten

Autor: Alexander Fanous, Telefon 069 7431-4007, research@KfW.de

Seit die US-Notenbank vor ca. acht Monaten erstmals angekündigt hat, in absehbarer Zeit ihre monatlichen Wertpapierkäufe sukzessive reduzieren zu wollen („Tapering“), ist es sowohl in den USA als auch in Deutschland zu einem deutlichen Anstieg des mittel- und langfristigen Zinsniveaus gekommen. Beleuchtet wird, wie Zinsanstiegszyklen in der Vergangenheit verliefen und welche Schlüsse dies für die aktuelle Zinsnormalisierung zulässt.

Verlaufsmuster vergangener Zinserhöhungszyklen in den USA

In den vergangenen zwanzig Jahren waren in den USA nur zwei signifikante Zinserhöhungszyklen zu beobachten. Der Zinsanstieg 10-jähriger Staatsanleihen zwischen lokalen Tief- und Hochpunkten lag dabei zwischen 200 und 250 BP, wobei die Dauer der Zinsanstiege 18 Monate bis 3 Jahre betrug. Die maximalen Steilheitsgrade der Zinsstrukturkurve (10 Jahre US-Treasuries minus 2 Jahre US-Treasuries) lagen zwischen 160 BP und 260 BP und wurden jeweils kurz nach dem Beginn des Zinserhöhungszyklus erreicht. Die aktuelle Zinsaufwärtsbewegung der 10-jährigen US-Staatspapiere liegt bei ca. 140 BP und die Zinssteilheit bei gut 250 BP. Die Geldmarktsätze notieren immer noch auf historischen Tiefständen.

Steigendes Realzinsniveau in den USA zu erwarten

Um das aktuelle Nominalzinsniveau besser einordnen zu können, lohnt sich ein Blick auf die Realzinsen. Im längerfristigen Betrachtungszeitraum kann bis auf wenige Ausnahmen eine recht enge Korrelation zwischen den langfristigen Real-

zinsen (10 Jahre US-Treasuries minus Gesamtinflationrate) einerseits und dem realen BIP andererseits festgestellt werden. Die im Vergleich zur Entwicklung des realen BIP deutlich zu niedrigen Realzinsen in den Jahren 2011 und 2012 beruhten einerseits auf einem deutlichen Rückgang der Nominalzinsen. Andererseits verzeichnete die Inflationsrate gleichzeitig eine energiepreisbedingte kräftige Zunahme. Im Verlauf des Jahres 2013 kam es bei beiden Komponenten zu einer merklichen Gegenbewegung, sodass am aktuellen Rand das Realzinsniveau in etwa die realwirtschaftliche Entwicklung in den USA widerspiegelt. Da sowohl die Fed als auch wir in diesem und im kommenden Jahr mit einer dynamischeren Wachstumsentwicklung und einer zunehmenden Inflationsrate rechnen, besteht noch einiger Spielraum für eine weitere Erhöhung der langfristigen Zinsen in den USA. Die kurz- und mittelfristigen Zinsen haben ein noch deutlicheres Anstiegspotenzial, insbesondere dann, wenn die US-Notenbank zu einer restriktiveren Geldpolitik übergeht.

Auswirkungen auf die Zinsentwicklung in Deutschland

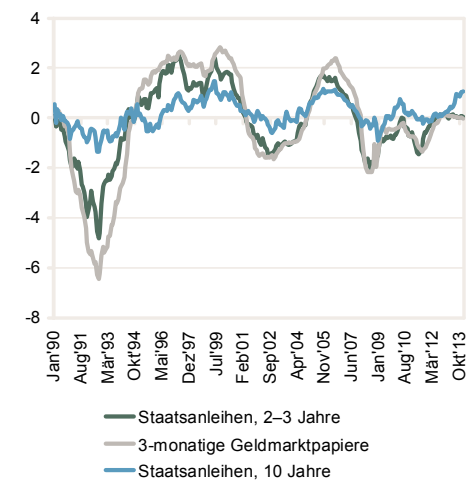
Der Vorlauf und die kräftigere Dynamik der US-Konjunktur haben dazu geführt, dass in den vergangenen Zinserhöhungszyklen die Zinsen in den USA früher und stärker angestiegen sind als in Deutschland. Dabei waren im 10-jährigen Laufzeitbereich Zinsdifferenzen zwischen US-Staatspapieren und Bundesanleihen von bis zu 150 BP zu beobachten. In den kürzeren Laufzeitsegmenten waren die Zinsdifferenzen noch deutlich ausgeprägter. Der aktuelle Zinsnormalisierungsprozess zeichnet sich dadurch aus, dass sich bei den

10-jährigen Staatspapieren bereits eine erhebliche Zinsdifferenz von knapp 110 BP herausgebildet hat. Dagegen sind im mittleren und kurzfristigen Laufzeitbereich noch keine nennenswerten Zinsdifferenzen festzustellen. Mit einer Ausweitung in diesen Zeitsegmenten ist vor einem Anstieg der Leitzinsen auch kaum zu rechnen. Bis dahin ist es noch ein relativ weiter Weg.

Fazit

Die historische Erfahrung spricht dafür, dass ein weiterer Anstieg der langfristigen US-Zinsen auch eine Zunahme der

Grafik: Zinsdifferenzen (USA-Deutschland)



Quelle: Bloomberg, Feri

Langfristzinsen in Deutschland zur Folge haben könnte. Das dürfte der EZB nicht gefallen, denn es gefährdet den schwachen Aufschwung in der Eurozone. Dagegen dürfte sich ein Zinsanstieg in den USA in den kurzen und mittleren Laufzeiten erst mit einer deutlichen Verzögerung in der Entwicklung der entsprechenden Zinssätze in Deutschland bemerkbar machen. ■