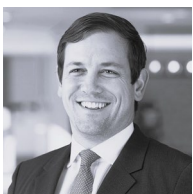


Turbulenzen am Treasury-Markt: Wie die Fed reagieren könnte



Tom Reithinger
Anleihenportfoliomanager



Doug Kletter
Anleihenanalyst

Im Überblick

- Nach einer Welle von Zollankündigungen, gefolgt von einem Ausverkauf am Anleihenmarkt, sind US-Treasuries unter Druck geraten.
- Am Treasury-Markt sind zwei Faktoren maßgeblich: Die hohen Anlagevolumina von Hedgefonds und der mögliche Rückzug ausländischer Investoren aus den USA.
- Wenn der Markt kippt, wird die US Federal Reserve aus unserer Sicht schnell reagieren, aber vermutlich nicht mit Zinssenkungen. Angesichts der ungewissen Inflationsentwicklung dürfte sie zu anderen Mitteln greifen.

Präsident Trumps Welle von Zollankündigungen hat einen allgemeinen Ausverkauf am Anleihenmarkt ausgelöst, wodurch US-Treasuries unter Druck gerieten. Da politische Entscheidungen mit gravierenden finanziellen Folgen zurzeit schnell getroffen und häufig kurz darauf wieder zurückgenommen werden, könnten Eigentümer von US-Wertpapieren verständlicherweise etwas unruhig werden.

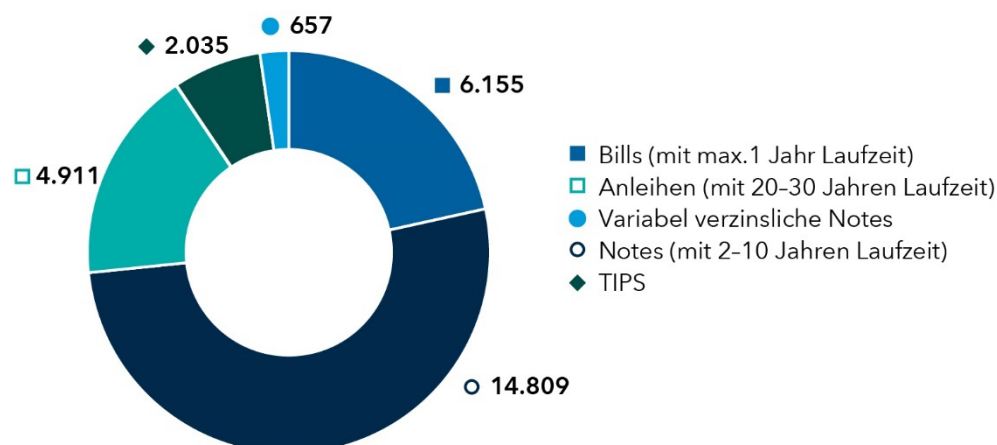
Am Treasury-Markt sind zwei Faktoren maßgeblich: die hohen Anlagevolumina von Hedgefonds und anderen Investoren in stark gehebelte Produkte sowie der mögliche Rückzug ausländischer Investoren aus den USA. Einige Investoren fürchten zunehmend, dass diese Turbulenzen zu einem Liquiditätsproblem führen könnten, sodass es schwieriger würde, Treasuries zu kaufen oder zu verkaufen, ohne erhebliche Kursschwankungen auszulösen.

Wenn der Markt kippt – wie während der COVID-19-Pandemie –, wird die US Federal Reserve (Fed) aus unserer Sicht schnell reagieren, aber vermutlich nicht mit Zinssenkungen. Angesichts der ungewissen Inflationsentwicklung dürfte sie zu anderen Mitteln greifen.

Bislang funktioniert der Treasury-Markt noch

Die Liquidität hat nachgelassen, und die Unsicherheit ist hoch, vor allem, weil schon einzelne Schlagzeilen die Kurse stark beeinflussen können. Aber bislang funktionieren die Anleihenmärkte noch weitgehend normal. Nach der am 9. April angekündigten Aussetzung der reziproken Zölle für 90 Tage haben sie sich stabilisiert. Außerdem zahlten die USA am 9. und am 10. April 10-jährige und 30-jährige Treasuries mit Volumina von 39 und 13 Milliarden US-Dollar zurück – mit soliden Ergebnissen für die Gläubiger. Aber noch immer herrscht einige Verunsicherung am Markt. Die US-Zehnjahresrenditen sind auf fast 4,4% gestiegen.

Umlaufende US-Treasuries (Mrd. USD)



Quelle: US-Finanzministerium. Stand der Daten 28. Februar 2025.

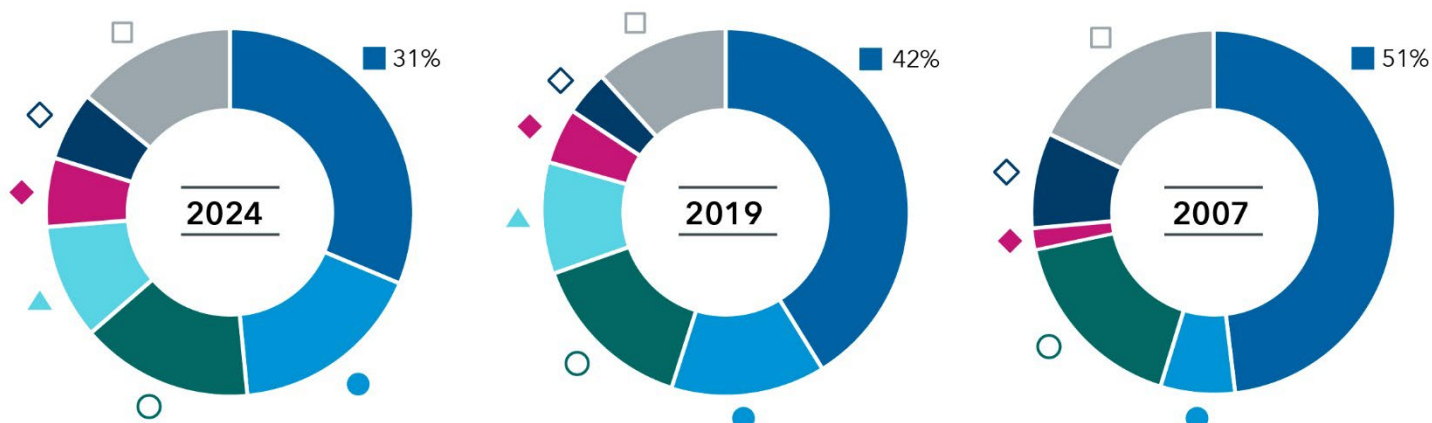
Wie groß ist der Einfluss von Investoren außerhalb der USA?

Den Treasury-Verkäufen ausländischer Gläubiger wurde viel Aufmerksamkeit geschenkt. Es gibt kaum Daten vom Staatsanleihenmarkt, aber bislang sehen wir keine Belege für signifikante Verkäufe von Investoren außerhalb der USA. Aber es gibt Anzeichen für mehr Zurückhaltung bei den Treasury-Auktionen. Viele entscheiden sich für Anlagen in anderen Währungen, um ihre Dollar-Positionen zu diversifizieren. Zugleich steigen die Langfristrenditen. Der US-Dollar wertet also ab.

Wenn ausländische Investoren beginnen, den US-Treasury-Markt zu meiden, wäre dies tatsächlich ein Grund zur Sorge, weil sie eine große Gruppe sind, sodass US-Staatsanleihen unter Druck geraten könnten. Aber selbst wenn sich eine Gruppe aus dem Markt zurückzieht, bleiben viele andere investiert, denn die Treasury-Investoren sind heute erheblich diversifizierter als noch vor zehn Jahren.


US-Treasury-Gläubiger (%)

■ Rest der Welt ♦ Geschäftsbanken ● Publikumsfonds und ETFs ▲ Privathaushalte/Hedgefonds □ Sonstige (USA)
 ◇ Staat und Bundesstaaten ○ Federal Reserve



Quelle: US-Finanzministerium. Stand der Daten 28. Februar 2025.

Die größten US-Treasury-Investoren außerhalb der USA (Mio. USD)

2024			2015		
	Japan	1.015.542		China	1.267.500
	China	752.872		Japan	1.123.146
	GB	641.153		Brasilien	237.775
	Kanada	339.504		Belgien	195.574
	Frankreich	283.707		Schweiz	191.298
	Luxemburg	272.126		Taiwan	173.831
	Taiwan	264.747		Irland	173.617
	Belgien	263.688		GB	172.382

Quelle: US-Finanzministerium. Stand der Daten 28. Februar 2025.

Welche Rolle spielen Hedgefonds?

Hedgefonds können erhebliche und sehr unterschiedliche Probleme auslösen. Viele Marktteilnehmer haben auf sogenannte Basistransaktionen zurückgegriffen, bei denen ein Investor eine Treasury kauft und zugleich einen Terminkontrakt auf dieselbe Treasury verkauft. Diese Transaktionen sind in der Regel gehebelt, Investoren leihen sich also Geld, um ihre Positionen zu vergrößern. Das kann zu höheren Gewinnen, aber auch zu größeren Verlusten führen.

Insgesamt haben Basistransaktionen etwa 800 Milliarden US-Dollar Volumen und sind wichtig für die Marktliquidität. Wenn viele Investoren gleichzeitig ihre gehebelten Positionen auflösen, könnte es zu einem plötzlichen und starken Liquiditätsschock kommen, wie wir ihn während der Pandemie erlebt haben. Andere stark gehebelte Arbitrage-Geschäfte – mit älteren Emissionen oder Swaps – könnten ebenfalls zu einem Liquiditätseinbruch beitragen.

Was kann die Fed tun?

Neben ihrem doppelten Mandat (Vollbeschäftigung und Preisstabilität) strebt die Fed auch Marktstabilität an. Aus unserer Sicht wird die Fed schnell eingreifen, wenn sie befürchtet, dass der Markt nicht mehr funktioniert, oder wenn der Intermediationsprozess stockt. Susan M. Collins, Vorsitzende der Federal Reserve Bank of Boston, hat uns in unserer Einschätzung bestätigt, als sie am 11. April gegenüber der *Financial Times* sagte, die Notenbank sei „sehr gut darauf vorbereitet, eventuellen Zweifeln an der Marktfunktionalität oder der Liquidität entgegenzuwirken“.

Allgemeine geldpolitische Maßnahmen wie Zinssenkungen oder Quantitative Easing sind eher unwahrscheinlich. Die Zölle haben die Fed in eine schwierige Lage versetzt. Sie hat zwei Möglichkeiten: eine stabile Geldpolitik, um die Inflation zu bekämpfen (mit dem Risiko einer Rezession), oder eine Lockerung (mit dem Risiko, dass die Inflation außer Kontrolle gerät).

Wir gehen davon aus, dass sich die Fed weiter auf die Inflationseindämmung konzentrieren wird, weil die Arbeitslosigkeit zurzeit kein Thema ist. Außerdem dürfte sie sich nicht den Wünschen der Trump-Administration beugen wollen. Aber die Notenbank hat noch andere Wege, um die Märkte zu stabilisieren, die sich in der Vergangenheit als sehr wirksam erwiesen haben. Dazu zählen:

- **Repo-Geschäfte:** Um die Kurzfristzinsen zu steuern und die Liquidität zu sichern, hat die Fed Repo-Geschäfte getätigt. Das sind kurzfristige Verkäufe von Wertpapieren mit der Zusage eines Rückkaufs zu einem späteren Zeitpunkt. 2019 griff die Fed ein, um den Repo-Markt zu stabilisieren – mit der Bereitstellung von täglich 100 Milliarden US-Dollar an Overnight-Swaps und 60 Milliarden US-Dollar an 14-Tage-Swaps.
- **Dauerhafte Repo-Fazilität:** Nach der Repo-Krise 2019 führte die Fed eine dauerhafte Repo-Fazilität ein, um die Repo-Sätze zu deckeln und das Finanzsystem mit Liquidität zu versorgen. Sie ermöglichte Banken, Geld aufzunehmen und mit ihren Wertpapieren zu besichern.
- **Zeitweilige oder dauerhafte Wertpapierkäufe:** Hierbei kauft die Zentralbank Wertpapiere, um Liquidität bereitzustellen und den Markt zu stabilisieren. Ein Beispiel ist das Wertpapierkaufprogramm der Bank of England im Jahr 2022 mit dem Ziel, einen enormen Anstieg der britischen Staatsanleihenrenditen zu bremsen.
- **„Operation Twist“:** Der Operation Twist war ein 400-Milliarden-USD-Programm der Fed im Jahr 2011, um US-Treasuries mit langer Duration zu stützen, indem sie kurzfristige Papiere verkaufte, aber das Volumen ihrer Bilanz unverändert ließ.

Programme dieser Art können schnell umgesetzt werden. Ebenfalls möglich sind eine vorzeitige Beendigung des Quantitative Tightening oder eine Lockerung der Regulierungen, damit Banken mehr Wertpapiere in ihren Bilanzen haben dürfen. Außerdem hat das Finanzministerium (Treasury) viel Kontrolle über das Schuldenmanagement der USA. Wir gehen davon aus, dass in diesem Jahr weiter wie gewohnt Anleihenauktionen stattfinden werden, aber möglicherweise wird sich die Laufzeitstruktur der Neuemissionen ändern, um bestimmte Laufzeiten zu stützen.

Alle diese Maßnahmen können aber nichts an den Bedenken ändern, dass die Nachfrage nach Treasuries aufgrund der politischen Übertreibungen strukturell sinkt – ähnlich wie in Großbritannien, als die damalige Premierministerin Liz Truss 2022 einen extrem kleinen Haushalt ankündigte und massive Steuersenkungen forderte. So etwas könnte die Fed vermutlich langfristig nicht entgegenwirken.

Mögliche Folgen für die Wirtschaft

Die Konjunkturdynamik dürfte nachlassen, da Zölle den Konsum belasten, der fast 70% Anteil am US-BIP hat. Wegen der dann steigenden Inflation würden nämlich die Kaufkraft und damit vermutlich auch die Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen sinken. Selbst wenn die angekündigten Zölle nicht in vollem Umfang an die Verbraucher weitergegeben werden oder nach Verhandlungen am Ende niedriger ausfallen, könnten durch ihre Auswirkungen auf die Wirtschaft als Ganzes die Abschwungrisiken steigen, vor allem, wenn sie mit Gegenzöllen beantwortet werden, die den Export belasteten.

Deshalb scheinen die Rezessionsrisiken zu steigen, und das, obwohl Inflationsdruck zu erwarten ist. Unsere Anleihenportfoliomanager sind im Rahmen ihrer Anlageuniversen durchweg defensiv positioniert. Sie haben die Anteile von Qualitätsanleihen erhöht und sind in Staatsanleihen investiert, um ihre Portfolios in einem Umfeld mit geringer Risikobereitschaft zu schützen. Wir vom Team für Staatsanleihen halten die Sorge, dass US-Treasuries ihren Status als sicherer Hafen verlieren könnten, für übertrieben. Lang laufende Papiere sind wegen der höheren Abschwungrisiken attraktiver geworden. Die US-Renditen sind trotz Wachstumszweifeln gestiegen und (inflationsbereinigt) interessanter als die Renditen in anderen Industrieländern.

Positionen, die auf eine Versteilung der Zinsstrukturkurve setzen, haben von der Laufzeitprämie profitiert. Außerdem dienten sie als Polster gegen eine Rezession. Und die Zinsstrukturkurve könnte in mehreren Szenarien steiler werden: 1. bei einer Zinssenkung der Fed aufgrund eines Wachstumsschocks, auch wenn die Inflation steigt, 2. bei steigenden Bedenken wegen des Haushaltsdefizits und des Treasury-Angebots, vor allem, wenn antizyklische Ausgabenprogramme beschlossen werden, was die Renditen lang laufender Papiere in die Höhe triebe, selbst dann, wenn die Fed die Zinsen nicht senkt.

Tom Reithinger ist Anleihenportfoliomanager bei Capital Group. Er hat 14 Jahre Investmenterfahrung und ist seit elf Jahren im Unternehmen. Er hat einen MBA von der Harvard Business School und zwei Bachelor-Abschlüsse in Business & Management und Computerwissenschaften (summa cum laude) vom Rensselaer Polytechnic Institute. Reithinger arbeitet in London.

***Doug Kletter** ist Anleihenanalyst bei Capital Group und befasst sich mit US-Treasuries, TIPS und Zinsswaps. Er hat 13 Jahre Investmenterfahrung und ist seit zwei Jahren im Unternehmen. Er hat zwei Bachelor-Abschlüsse in Finanzen und Wirtschaftswissenschaften (summa cum laude) von der University of Maryland und ist CFA®. Kletter arbeitet in New York.*

Risikofaktoren, die vor einer Anlage zu beachten sind:

- Diese Präsentation ist keine Investmentberatung oder persönliche Empfehlung.
- Der Wert von Anlagen und Erträgen kann schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurückerhalten.
- Die Ergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.
- Wenn Ihre Anlagewährung gegenüber der Währung aufwertet, in der die Anlagen des Fonds denominiert sind, verliert Ihre Anlage an Wert. Durch Währungsabsicherung wird versucht, dies zu begrenzen, aber es gibt keine Garantie, dass die Absicherung vollständig erfolgreich ist.
- Einige Portfolios können zu Anlagezwecken, zur Absicherung und/oder zur effizienten Portfolioverwaltung in derivative Finanzinstrumente investieren.
- Je nach Strategie können Risiken bei Investitionen in festverzinslichen Wertpapieren, Derivative, Emerging Markets und/oder High-Yield-Anleihen auftreten. Emerging-Market-Anlagen sind volatil und ggf. auch illiquide.

Die Aussagen einer bestimmten Person geben deren persönliche Einschätzung wieder. Sie entspricht möglicherweise nicht der Meinung anderer Mitarbeiter der Capital Group oder ihrer Tochtergesellschaften. Die zur Verfügung gestellten Informationen erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit und stellen keine Beratung dar. Diese Information ist für den internen und vertraulichen Gebrauch des Empfängers bestimmt und sollte nicht an Dritte weitergegeben werden. Bei dem Dokument handelt es sich um allgemeine Informationen und weder um Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung noch um eine Aufforderung, irgendein Wertpapier zu kaufen oder zu verkaufen. Stand aller Informationen und Einschätzungen ist das angegebene Datum. Quelle: Capital Group (falls nicht anders angegeben). Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen von Dritten zu erhalten, die sie für korrekt hält. Dies kann jedoch nicht garantiert werden.

Falls nicht anders angegeben, wird dieses Dokument von Capital International Management Company Sàrl (CIMC) herausgegeben. CIMC ist von der Luxemburger Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) zugelassen und wird von ihr beaufsichtigt.

In der Schweiz wird dieses Dokument von Capital International Sàrl herausgegeben, einem von der Schweizer Finanzmarktaufsicht (FINMA) genehmigten und regulierten Unternehmen.

Alle Handelsmarken von Capital Group sind Eigentum von The Capital Group Companies, Inc. oder einer Tochtergesellschaft. Alle anderen genannten Unternehmensnamen sind Eigentum der jeweiligen Unternehmen.

© 2025 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. **WF7727418 DE ALL**