

Wird der US-Anleihemarkt noch von Meldungen aus der Gesamtwirtschaft bestimmt?

In den neunziger Jahren erfolgten die heftigsten Kursausschläge bei den US-Schatztiteln in der Regel anlässlich der Veröffentlichung von makroökonomischen Daten. Theoretisch spiegelt die Rendite (und damit der Kurs) eines festverzinslichen Wertpapiers ohne Ausfallrisiko die Ansicht des Finanzmarktes darüber wider, wie sich die risikofreien kurzfristigen Zinssätze über die Restlaufzeit des Titels entwickeln werden. Die wichtigsten Faktoren wiederum, die die diesbezüglichen Erwartungen des Marktes beeinflussen, sind gesamtwirtschaftliche Entwicklungen, aufgrund derer die künftigen realen Zinssätze oder die Inflation neu eingeschätzt werden; hierzu gehören auch Vermutungen über Änderungen des geldpolitischen Kurses. Diese Meinung wird durch den Befund von Fleming und Remolona (1999) bestätigt, dass nämlich jeder der 25 grössten Kursausschläge der 5jährigen US-Schatzweisung im 1-Jahres-Zeitraum von August 1993 bis August 1994 mit einer Meldung aus der Gesamtwirtschaft zusammenhang.

Eine andere Argumentation geht dahin, dass die Renditen auf Wertpapieren ohne Ausfallrisiko möglicherweise wegen liquiditätsinduzierten Veränderungen der Nachfrage nach festverzinslichen Titeln im Vergleich zu anderen Finanzanlagen schwanken. Beispielsweise kann die Volatilität der Aktienkurse kurzfristige Portfolioumschichtungen zwischen dem Aktien- und dem Anleihemarkt auslösen. Solche nachfragebezogenen Einflussfaktoren dürften an relativ illiquiden Märkten am stärksten sein. Obwohl der US-Schatztitelmarkt immer noch zu den liquidesten Märkten der Welt gehört, hat Fleming (2000) nachgewiesen, dass er nach verschiedenen Messgrössen in den letzten Jahren an Liquidität eingebüßt hat, zum Teil wegen eines verringerten Absatzes. Die Kombination höherer Volatilität der Aktienkurse und geringerer Liquidität des Schatztitelmarktes hat Anlass zu der Behauptung gegeben, dass gesamtwirtschaftliche Entwicklungen die Kurse an den Anleihemärkten weniger stark bestimmen als früher.

In diesem Feature untersuchen wir, inwieweit im Kalenderjahr 1999 Meldungen aus der Wirtschaft und grosse kurzfristige Aktienkursänderungen mit grossen kurzfristigen Änderungen des Kurses der 5jährigen US-Schatzanweisung verbunden waren.²¹ Die Analyse führt zu fünf grundlegenden Ergebnissen. Erstens hingen die grössten kurzfristigen Kursveränderungen am Markt für Schatztitel zwar nach wie vor mit der Veröffentlichung neuer gesamtwirtschaftlicher Daten zusammen, das Spektrum der Meldungen mit grossen Auswirkungen war jedoch breiter als zuvor. Zweitens bewirkten solche Meldungen weiterhin eine überdurchschnittliche Kursvolatilität. Drittens war die Überraschungskomponente der Veröffentlichungen von 1999 kleiner als zuvor. Viertens reagierten die Kurse auf überraschende Meldungen über die Beschäftigungsentwicklung ausserhalb des Agrarsektors, die wichtigste Kategorie neuer Daten, nicht mehr einheitlich; hingegen war die Reaktion auf Meldungen zur Inflation ähnlich wie früher. Fünftens schliesslich gibt es keine Hinweise darauf, dass starke Ausschläge der Aktienkurse 1999 die Anleihekurse beeinflussten.

Anleihekurse 1999 immer noch von Meldungen beeinflusst

Die 5jährige Schatzanweisung im Jahr 1999

Die Daten für dieses Feature stammen von GovPX, Inc., einem Gemeinschaftsunternehmen von US-Primärhändlern und Maklern, die Geschäfte zwischen ihnen vermitteln („Inter-Dealer-Brokers“). Die Daten enthalten Angaben zu jeder Notierung, zu jedem Kauf und jedem Verkauf am US-Schatztitelmarkt, der über einen von fünf der sechs führenden Inter-Dealer-Brokers abgewickelt wurde. Gegenstand der Untersuchung war die aktuelle 5jährige Schatzanweisung, ein sehr umsatzstarker Titel. GovPX verzeichnete 1999 einen Tagesdurchschnitt von 535 Transaktionen, was gegenüber der Anzahl Transaktionen im Zeitraum 1993/94 einem Rückgang um 19 % entspricht.

In diesem Feature benutzen wir wo immer möglich die empirische Methodik von Fleming und Remolona (1999), konzentrieren uns aber auf die vier Meldungskategorien, die in der älteren Studie als die wichtigsten identifiziert wurden: Beschäftigung (mit der Beschäftigungsentwicklung ausserhalb des Agrarsektors als wichtigster Kennzahl), Produzentenpreisindex, Konsumentenpreisindex und die vorläufige Schätzung der Einzelhandelsumsätze.²² Diese vier Arten von Meldungen (die „wichtigsten Meldungen“) erfolgen an den betreffenden Tagen um genau 8.30 Uhr Ortszeit New York. Um festzustellen, ob die Kursänderungen der Schatzanweisung tatsächlich mit der Meldung zusammenhängen, wurde die Änderung in einer engen Zeitspanne, beginnend

²¹ Neuere Daten zum Markt für US-Schatztitel standen für die Untersuchung nicht zur Verfügung.

²² Fleming und Remolona (1999) weisen darüber hinaus auf die Bedeutung der Bekanntgabe des Ergebnisses der Offenmarkt-Ausschuss-Sitzung der Federal Reserve hin. Diese Art Meldung wurde in der vorliegenden Studie nicht berücksichtigt, da an jedem der acht Bekanntgabedaten von 1999 der prognostizierte Tagesgeldsatz gleich dem tatsächlichen Tagesgeldsatz war. Das bedeutet, dass diese Meldungen zwar wohl noch gelegentlich Kursänderungen am Anleihemarkt auslösten, jedoch keine Überraschung enthielten.

mit der Kursnotierung unmittelbar vor 8.30 Uhr und endend mit der Kursnotierung unmittelbar vor 8.35 Uhr, untersucht.

Die grössten Kursausschläge des Jahres

Meldungen
Auslöser grosser
Kursänderungen

Jeder der 25 grössten Kursausschläge der 5jährigen Schatzanweisung im Jahr 1999 hing mit einer Meldung aus der Gesamtwirtschaft zusammen. Darüber hinaus waren sie alle eine Reaktion auf neue Informationen entweder direkt über die US-Geldpolitik oder über Wirtschaftsentwicklungen in den USA, die indirekt Informationen zur US-Geldpolitik vermittelten. Wirtschaftliche Entwicklungen ausserhalb der USA lösten 1999 keine grossen Änderungen der Kurse von US-Schatztiteln aus.

Die 25 stärksten Kursschwankungen innerhalb von fünf Minuten, 1999¹

Rang	Datum	Zeit	Kursänderung ²	Meldung
1	30. Juni 1999	14.15	74,3	Leitzinssatz Federal Reserve
2	05. März 1999	08.30	52,7	Beschäftigung
3	03. Sept. 1999	08.30	41,8	Beschäftigung
4	14. Mai 1999	08.30	40,8	Konsumentenpreisindex
5	06. Aug. 1999	08.30	39,1	Beschäftigung
6	22. Juli 1999	11.00	38,8	Aussage Greenspan
7	29. April 1999	08.30	36,5	Arbeitskostenindex
8	18. Mai 1999	14.15	35,2	Leitzinssatz Federal Reserve
9	22. Juli 1999	11.05	29,8	Aussage Greenspan
10	08. Jan. 1999	08.30	29,4	Beschäftigung
11	15. Okt. 1999	08.30	26,7	Produzentenpreisindex
12	01. Juni 1999	10.00	26,2	NAPM-Index ³
13	10. Nov. 1999	08.30	24,2	Produzentenpreisindex
14	05. Nov. 1999	08.30	24,1	Beschäftigung
15	29. Juli 1999	08.30	23,1	Arbeitskostenindex
16	13. Jan. 1999	07.40	22,1	Produzentenpreisindex
17	30. April 1999	08.30	21,8	BIP und BIP-Preisdeflator
18	30. Juni 1999	15.00	21,5	Leitzinssatz Federal Reserve
19	01. Okt. 1999	10.00	21,3	NAPM-Index ³
20	28. Mai 1999	10.00	20,6	Konsumklima-Indikator der University of Michigan
21	14. Mai 1999	09.15	20,5	Industrieproduktion
22	16. Juni 1999	08.30	20,4	Konsumentenpreisindex
23	25. Feb. 1999	16.00	19,2	Wohnungsbau-Umsätze
24	15. Sept. 1999	08.30	19,0	Konsumentenpreisindex
25	16. Nov. 1999	14.15	18,8	Leitzinssatz Federal Reserve

¹ Die Fünf-Minuten-Kursänderungen sind in absteigender Reihenfolge aufgeführt. ² Basispunkte. ³ National Association of Purchasing Management.

Quellen: Bloomberg; GovPX, Inc.; eigene Berechnungen.

Tabelle 1

Im einzelnen waren 4 der 25 grössten Änderungen mit der Bekanntgabe des Zielsatzes für Tagesgeld verbunden, 2 weitere mit Aussagen des Federal Reserve-Vorsitzenden Alan Greenspan. Hinter den übrigen 19 standen neun verschiedene Arten von Meldungen über die Lage der US-Wirtschaft. Die Meldungen, die 1999 am häufigsten starke Kursausschläge auslösten, waren der Beschäftigungsbericht (5 der 25 grössten Kursausschläge) sowie der Konsumentenpreis- und der Produzentenpreisindex (je 3).

Vergleicht man die grössten Kursausschläge von 1999 mit denjenigen des früheren Zeitraums, treten mehrere Unterschiede hervor. Erstens hat sich das Spektrum der Meldungen, die grosse Kursänderungen auslösen, erweitert. 1993/94 entfielen die 25 grössten Kursänderungen auf nur sieben Arten von Meldungen, während es 1999 elf waren. Zweitens entfielen 1993/94 19 der 25 grössten Kursausschläge auf die vier wichtigsten Meldungen, 1999 dagegen waren es nur noch 11. Drittens löste der Beschäftigungsbericht jetzt offenbar weniger häufig starke Kursreaktionen aus. Im Zeitraum 1993/94 stand er im Zusammenhang mit den 4 stärksten Kursausschlägen und mit 10 der 25 grössten Änderungen, 1999 dagegen nur noch mit 5 der 25 grössten Kursänderungen, darunter allerdings die zweit-, dritt- und fünftstärkste Änderung innerhalb von fünf Minuten. Viertens schliesslich wurden Meldungen, die im früheren Zeitraum noch keine grossen Kursänderungen bewirkt hatten, 1999 wichtig. Insbesondere lösten Veröffentlichungen des Arbeitskostenindexes und des Indexes der National Association of Purchasing Management (NAPM) 1999 je zwei der 25 grössten Kursausschläge aus.

Meldungen und Kursvolatilität

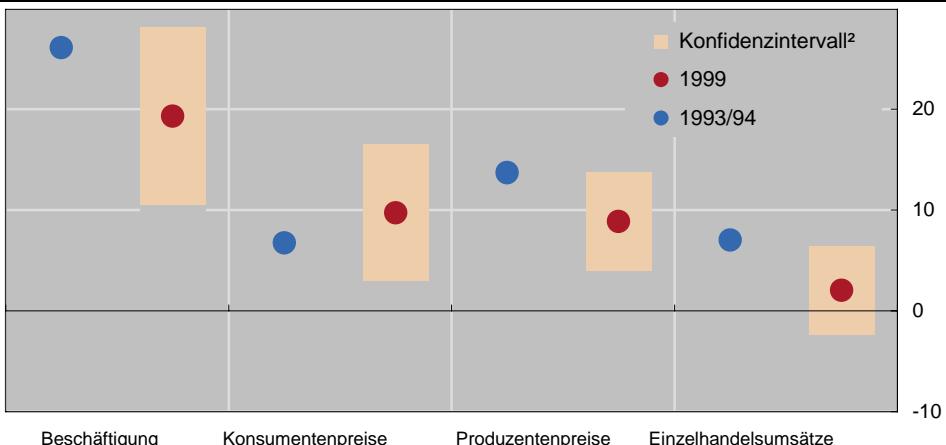
Bestimmte Arten von Meldungen vermitteln den Marktteilnehmern mehr Informationen als andere. Die typische Kursreaktion sollte somit je nach Art der Meldung variieren.

Da die vier Arten von Meldungen, die in diesem Feature untersucht werden, um 8.30 Uhr veröffentlicht werden, kann ermittelt werden, welche von ihnen die stärkste Auswirkung auf die Kurse hat, indem das Ausmass der Kursänderung nach 8.30 Uhr an den verschiedenen Veröffentlichungstagen verglichen wird. Das Ausmass dieser Kursänderung wird als der absolute Wert der Änderung des Kurslogarithmus zwischen 8.30 Uhr und 8.35 Uhr gemessen, wobei der Kurs als Mittelwert zwischen Geld- und Briefkurs definiert wird. Für jeden der 250 Geschäftstage im Referenz-Zeitraum wurde eine Regression der Kursvolatilität auf vier binäre Variablen (je eine für die vier Meldungen) durchgeführt. Dabei wurde jede binäre Variable an den Tagen, an denen die jeweilige Meldung erfolgte, gleich eins gesetzt.

Aus der Regression mit den Daten von 1999 geht hervor, dass die Bekanntgabe des Beschäftigungsberichts die stärkste Kursvolatilität, nämlich knapp 20 Basispunkte, auslöst. Der Konsumentenpreis- und der Produzentenpreisindex sind mit etwa der halben Volatilität verbunden. Diese Ergebnisse sind denjenigen für 1993/94 recht ähnlich. Die geschätzten Koeffizienten für

Anstieg der Kursvolatilität kurz nach Meldung

Auswirkung von Meldungen auf Kursvolatilität der Schatzanweisung¹



¹ Die Regressionskoeffizienten zeigen die Durchschnittsdifferenz der Kursvolatilität für die 5jährige US-Schatzanweisung im 5-Minuten-Zeitraum nach einer Meldung im Vergleich zum gleichen Zeitraum an Tagen ohne Meldung an. Die Volatilität ist definiert als der absolute Wert der Änderung des Kurslogarithmus multipliziert mit 10^4 . Die Signifikanz der Koeffizienten beruht auf zweiseitigen t-Tests, Standardfehler sind konsistent bei Heteroskedastizität. ² Basierend auf zwei Standardfehlern auf jeder Seite.

Quellen: Fleming und Remolona (1999); GovPX, Inc.; eigene Berechnungen.

Grafik 1

Meldungen zu Beschäftigung, Konsumentenpreisen und Produzentenpreisen unterscheiden sich nicht statistisch signifikant von den Punktschätzungen für den früheren Zeitraum. Der einzige Unterschied gegenüber den früheren Resultaten ist die Wirkung der Veröffentlichung der Einzelhandelsumsatzdaten. Im Zeitraum 1993/94 war diese Art von Meldung mit einer Kursänderung von 7 Basispunkten verbunden. 1999 wurde an Tagen, an denen die Einzelhandelsumsatzzahlen veröffentlicht wurden, keine statistisch signifikante Erhöhung der Kursvolatilität festgestellt.

Wie aussagekräftig sind die Meldungen?

Im vorangegangenen Abschnitt wurde belegt, dass der Zeitpunkt der Meldungen mit einem Anstieg der Kursvolatilität verbunden ist. Wenn die Märkte effizient sind, sollte man erwarten, dass solche raschen Kursänderungen lediglich die neuen Informationen widerspiegeln, die in der Meldung enthalten sind.

Als „neu“ in einer Meldung bezeichnen wir ihre „Überraschungskomponente“; diese wird definiert als die Differenz zwischen dem tatsächlich bekanntgegebenen Wert und dem mittleren prognostizierten Wert derselben Variablen.²³

²³ Nach dieser Definition zeigen die Daten an, dass die Prognosen für die vier gesamtwirtschaftlichen Variablen 1999 nicht verzerrt waren. Die „Überraschungen“ verteilten sich relativ gleichmäßig auf positive und negative Werte, und der mittlere Überraschungswert jeder Variable war viel kleiner als ihre Standardabweichung. Da Fleming und Remolona (1999) keine Angaben zur Streuung der überraschenden Meldungen machen, ist nicht erkennbar, ob 1993/94 die Prognosen unverzerrte Schätzungen der bekanntgegebenen Werte waren.

Danach wird die durchschnittliche Grösse der Überraschungskomponente für jede der vier Meldungskategorien im Jahr 1999 berechnet. Ein Vergleich dieser durchschnittlichen Grösse mit derjenigen in der früheren Studie ergibt, dass die Meldungen in der Regel vorhersehbar geworden sind. Im besonderen war die mittlere absolute Grösse der Überraschungskomponente der Meldungen 1999 gegenüber 1993/94 um 10 % kleiner bei den Konsumentenpreisen, 21 % bei den Produzentenpreisen und 50 % bei den Einzelhandelsumsätze. Eine Ausnahme bildet die Überraschungskomponente des Beschäftigungsberichts, die etwa gleich geblieben ist.

Überraschungs-komponente 1999
geringer als
1993/94

Für die scheinbare Verringerung des Überraschungseffekts gibt es mindestens zwei Erklärungen. Erstens gelingt es den Marktteilnehmern jetzt vielleicht besser, wirtschaftliche Entwicklungen vorherzusehen. Zweitens sind möglicherweise andere offengelegte Informationen als die bekanntgegebenen gesamtwirtschaftlichen Daten aussagekräftiger geworden. In beiden Fällen dürfte sich der tatsächliche Gehalt neuer Informationen in einer Meldung verringert haben.

Überraschende Meldungen und Kursentwicklung

Als nächstes drängt sich die Frage auf, ob der Anleihemarkt die neuen, überraschenden Informationen einer Meldung in der gleichen Weise in die Kurse einbezieht wie früher. Führen die neuen Informationen insbesondere dazu, dass Richtung und Umfang der Kursänderungen vorhersehbar sind, wie 1993/94?

Um diese Frage zu beantworten, wurde eine Regression der tatsächlichen 5-Minuten-Veränderungen im Kurslogarithmus auf die vier Überraschungsvariablen durchgeführt.²⁴ Die Stichprobe für diese Schätzung wurde auf die 42 Tage beschränkt, an denen mindestens eine der vier wichtigsten Meldungen erfolgte, und die Überraschungsvariablen wurden auf null gesetzt, wenn ein bestimmter Tag die gegebene Meldung nicht hatte. Die Ergebnisse sowohl für 1993/94 als auch für 1999 wurden so skaliert, dass die Überraschungskomponente den gleichen Umfang aufwies. Insbesondere stellen die Koeffizienten die geschätzte Kursänderung bei einer positiven Überraschung von 100 000 neuen Stellen ausserhalb des Agrarsektors im Beschäftigungsbericht oder bei einer positiven Überraschung von 0,10 % bei den Konsumentenpreisen, Produzentenpreisen oder Einzelhandelsumsätze dar.

Eine Überraschung wurde so definiert, dass die positiven Werte entweder anzeigen, dass sich die Realwirtschaft (Beschäftigung und Umsätze) besser als erwartet entwickelt, oder dass die Preise (Konsumenten- und Produzentenpreise) höher als erwartet sind. Infolgedessen würde eine positive Überraschung wahrscheinlich die Erwartung des Marktes erhöhen, dass die Geld-

Positive Über-raschungen:
erhöhte Erwartung
einer Straffung der
Geldpolitik und
sinkende Anleihe-kurse

²⁴ Um zu ermitteln, ob die Kursänderungen ausschliesslich der Überraschungskomponente zuzuschreiben waren, wurden die Regressionszusammenhänge zunächst unter Einbezug der erwarteten Komponente der Meldungen durchgeführt. Keiner der vier erwarteten Werte wich statistisch signifikant von null ab.

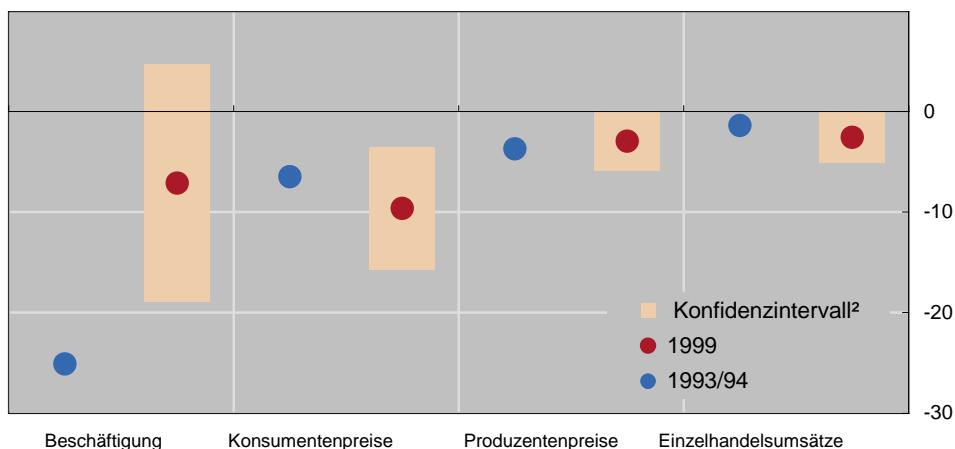
Reaktion des
Marktes auf
Beschäftigungs-
bericht nicht mehr
vorhersehbar

politik gestrafft wird, was die Kurse der Schatztitel unverzüglich sinken liesse. Diese erwartete negative Korrelation zwischen überraschenden Meldungen und Kursänderungen wurde in der älteren Studie bei den meisten untersuchten Meldungen festgestellt; besonders stark war sie bei der Beschäftigungs-entwicklung ausserhalb des Agrarsektors.

Der wichtigste Unterschied zwischen den beiden Zeiträumen ist vielleicht der, dass der Markt 1999 nicht mehr einheitlich auf überraschende Entwicklungen der Beschäftigung ausserhalb des Agrarsektors reagierte. 1993/94 war eine positive Überraschung von 100 000 neuen Stellen (ohne Agrarsektor) im Beschäftigungsbericht mit einem Rückgang des Kurses der 5jährigen Schatzanweisung um 25,11 Basispunkte verbunden. 1999 dagegen wichen die Reaktionen nicht statistisch signifikant von null ab. Da vorher festgestellt wurde, dass Meldungen zur Beschäftigung in diesem Zeitraum doch mit grossen absoluten Kursänderungen verbunden waren, zeigt dieses Ergebnis an, dass die Richtung der Kursänderung als Reaktion auf unerwartete Beschäftigungsentwicklungen nicht mehr einheitlich war.

Zur Veranschaulichung vergleichen wir die Reaktionen des Anleiemarktes auf die Veröffentlichung der Beschäftigungsberichte an verschiedenen Daten. Am 8. Januar und am 3. Dezember 1999 ging aus dem Beschäftigungsbericht hervor, dass die US-Wirtschaft (ohne Agrarsektor) 158 000 bzw. 34 000 neue Stellen mehr als erwartet geschaffen hatte. Aufgrund der Ergebnisse der Studie von 1993/94 hätte man an beiden Tagen einen Rückgang des Kurses

Auswirkungen überraschender Meldungen auf den Kurs der Schatzanweisung¹

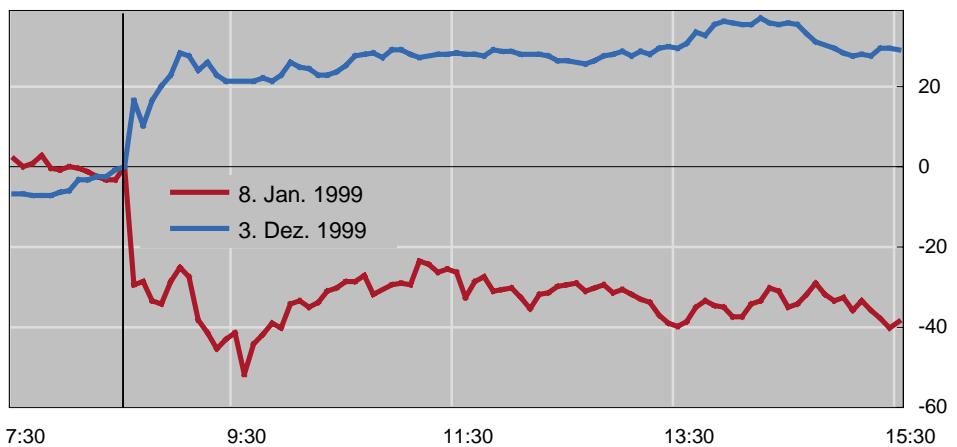


¹ Die Regressionskoeffizienten zeigen die Auswirkungen überraschender Meldungen auf den Kurs der 5jährigen US-Schatzanweisung an. Die Kursänderungen sind definiert als die Änderung des Kurslogarithmus multipliziert mit 10^4 . Die Überraschungskomponente entspricht den tatsächlich bekanntgegebenen Zahlen abzuglich der prognostizierten Zahlen. Die Auswirkungen sind skaliert, um einer positiven Überraschung von 100 000 neuen Stellen oder eine Überraschung von 0,1 % beim Konsumentenpreisindex, Produzentenpreisindex oder bei den Einzelhandelsumsätze zu entsprechen. Die Signifikanz der Koeffizienten beruht auf zweiseitigen t-Tests, Standardfehler sind konsistent bei Heteroskedastizität. ² Basierend auf zwei Standardfehlern auf jeder Seite.

Quellen: Fleming und Remolona (1999); GovPX, Inc.; Bloomberg; eigene Berechnungen. Grafik 2

5jährige Schatzanweisung an zwei Tagen mit positiver Überraschung bei der Beschäftigung¹

Kursänderung (Basispunkte)



¹ Kurse in 5-Minuten-Intervallen zwischen 7.30 Uhr und 15.30 Uhr. Die vertikale Linie markiert den Zeitpunkt der Meldung; die Skalen der vertikalen Achsen zeigen die Anzahl Basispunkte der Differenz gegenüber dem Kurs um 8.30 Uhr an. Beschäftigung: ohne Agrarsektor.

Quellen: GovPX, Inc.; eigene Berechnungen.

Grafik 3

der Schatzanweisung erwartet. In den fünf Minuten nach Bekanntgabe der Meldung sank jedoch der Kurs der 5jährigen Schatzanweisung am 8. Januar um 29,4 Basispunkte, stieg hingegen am 3. Dezember um 16,6 Basispunkte.

Ein zweiter, weniger offensichtlicher Unterschied zwischen den beiden Zeiträumen ist die Reaktion auf die Bekanntgabe der Einzelhandelsumsätze. Im Zeitraum 1993/94 war die Reaktion zwar negativ, aber nicht statistisch signifikant. 1999 dagegen löste eine positive Überraschung von 0,10 % in dieser Meldung einen Rückgang des Kurses der 5jährigen Schatzanweisung um 2,58 Basispunkte aus.

Eine bestimmte positive Überraschung entweder im Konsumenten- oder im Produzentenpreisindex schliesslich hatte 1993/94 und 1999 einen ähnlichen Rückgang des Kurses der Schatzanweisung zur Folge. Insbesondere löste eine positive Überraschung von 0,10 % bei den Konsumentenpreisen 1993/94 einen Rückgang des Kurses um 6,48 Basispunkte aus. Eine ähnliche Überraschung führte 1999 zu einem Kursrückgang von 9,64 Basispunkten, wobei diese Schätzung allerdings in statistischer Hinsicht nicht signifikant grösser ist als die für den früheren Zeitraum. Die Ergebnisse für den Produzentenpreisindex sind qualitativ ähnlich; eine positive Überraschung von 0,10 % löste 1993/94 einen Kursrückgang um 3,73 Basispunkte aus, 1999 um 2,97 Basispunkte.²⁵

Weiterhin sinkende Anleihekurse bei positiven Inflationsüberraschungen

²⁵ Diese 5-Minuten-Reaktionen sind recht stark, wenn man berücksichtigt, dass die mittlere tägliche Kursschwankung während des ganzen Jahres 1999 rund 17 Basispunkte betrug.

Beeinflussen Aktiengeschäfte den Anleihemarkt?

In den letzten Jahren waren die Kurse von US-Aktien, insbesondere von Technologiewerten, besonders volatil. Die Volatilität der Aktienkurse führte zu grossen Schwankungen der kurzfristigen Mittelzuflüsse und -abflüsse an den Aktienmärkten. Da der US-Schatztitelmarkt eine auf der Hand liegende Parkmöglichkeit für Geld ist, sollte man erwarten, dass Mittelzuflüssen oder -abflüssen am Aktienmarkt spiegelbildliche Geldströme am US-Schatztitelmarkt gegenüberstehen. Wenn dem so wäre, dann müssten sich – zumindest auf kurze Sicht – Aktien- und Anleihekurse in entgegengesetzter Richtung entwickeln.

Gleichgerichtete Entwicklung von Aktien- und Anleihekursen nach Meldungen

In einer neueren Untersuchung findet Fair (2001) für den Zeitraum 1993/94 keine Belege für diese Hypothese. Er weist vielmehr nach, dass sich die Aktien- und Anleihekurse nach Meldungen nahezu immer gleichgerichtet entwickelten. Im besonderen stellt Fair (2001) fest, dass von den 17 grössten Anleihekursänderungen, bei denen er auch über Aktienkursdaten verfügt, 16 mit gleichgerichteten Aktienkursänderungen einhergingen.

Dieser Befund wurde für 1999 bestätigt. In jedem der neun von Fair untersuchten Fälle, die mit den in diesem Feature untersuchten vier Arten von Wirtschaftsmeldungen verbunden waren, kam es zu gleichgerichteten Entwicklungen der Aktien- und der Anleihekurse. Fair weist darüber hinaus auf acht grosse Aktienkursausschläge im Jahr 1999 hin, die mit keinem Ereignis verbunden waren. Diese „unerklärlichen“ grossen Aktienkursschwankungen gingen auch nicht mit Kursschwankungen bei den Anleihen einher. Lediglich in einem einzigen dieser acht Fälle änderte sich der Kurs der 5jährigen Schatzanweisung um mehr als 1 Basispunkt.

Schlussbemerkungen

Ein Vergleich zwischen 1993/94 und 1999 führt zu dem Schluss, dass grosse kurzfristige Änderungen der Kurse am Schatztitelmarkt nach wie vor mit der Veröffentlichung von gesamtwirtschaftlichen Daten zusammenhingen. Darüber hinaus erweiterte sich offenbar das Spektrum der Meldungen, die signifikante Kursausschläge auslösen. Meldungen über die Beschäftigungslage, den Konsumentenpreisindex, den Produzentenpreisindex und die Einzelhandelsumsätze führten weiterhin zu einem beträchtlichen Anstieg der kurzfristigen Kursvolatilität, wobei positive Überraschungen hinsichtlich der Inflation einen erheblichen Rückgang der Anleihekurse auslösten. Anders als im früheren untersuchten Zeitraum führten aber überraschende Meldungen über die Beschäftigungslage zwar immer noch zu grossen Kursausschlägen, deren Richtung war jedoch nicht mehr vorhersehbar. Überdies war die Überraschungskomponente der Meldungen im allgemeinen kleiner als früher. Die Aktien- und die Anleihekurse schliesslich entwickelten sich nach der Veröffentlichung neuer Daten weiterhin gleichgerichtet.

Bibliographie

Fair, Ray C. (2001): „Events that shook the market“, *Market liquidity: proceedings of a workshop held at the BIS*, BIS Papers Nr. 2, Basel, Mai, S. 9-24.

Fleming, Michael J. (2000), „Treasury market liquidity“, Mimeo, Federal Reserve Bank of New York.

Fleming, Michael J. and Eli M. Remolona (1999), „What Moves Bond Prices?“, *The Journal of Portfolio Management*, Sommer, S. 28-38.