

Ursache und Folgen der invertierten Zinskurve

Dr. Paul Berenberg-Gossler · p.berenberg-gossler@gdv.de | Kay Seemann · k.seemann@gdv.de

Als Antwort auf die steigende Inflation hat die EZB seit Sommer 2022 zehnmal die Zinsen erhöht. So liegt der Einlagenzins nun bei 4%. Dieser historisch rasante Zinsanstieg bleibt nicht ohne Folgen. Was das für das Zinsumfeld bedeutet und wie es weitergehen könnte beleuchtet dieser Flash.

Struktur der Zinskurve

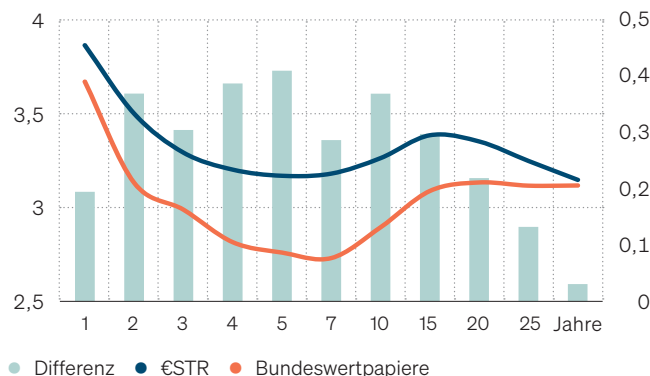
- Die Zinskurve zeigt die jeweiligen Zinsen für unterschiedlicher Anlagehorizonte.
- Die Struktur der Zinskurve liefert wichtige Informationen über Geldpolitik, konjunkturelle Verfassung und Erwartungen von Marktakteuren.
- Als normal gilt eine Zinskurve, welche mit steigendem Anlagehorizont eine steigende Verzinsung aufweist.
- Meist werden zwei verschiedene Instrumente zur Bestimmung der Zinsstrukturkurve herangezogen: Die [Euro-Short-Term Rate \(€STR\)](#) und Bundeswertpapiere (Abb. 1).
- Als Indikator für eine invertierte Zinskurve wird jedoch oft auch nur die Differenz zwischen 2-jährigen und 10-jährigen Bundesanleihen herangezogen, auch wenn der Eindruck unvollständig ist (Abb. 2).

Die Rolle der Geldpolitik

- Die €STR-Zinsstruktur ist eng mit der geldpolitischen Strategie der EZB verknüpft und liefert wichtige Information zur Effektivität und Transmission geldpolitischer Instrumente. Zur Ermittlung der Zinskurve werden zukünftige Tauschgeschäfte, die Overnight-Index-Swaps (OIS), für verschiedene Laufzeiten in Betracht gezogen.
- Seit November 2022 ist die Zinskurve invertiert: kurzfristige Anlagen erzielen mehr Rendite als langfristige.
- Hierfür war ein rasanter Anstieg der kurzfristigen Zinsen auf Grund der Zinswende und die damit verbundene Unsicherheit über die zukünftige Inflations- und Zinsentwicklung verantwortlich.
- Für dieses gestiegene Zinsänderungsrisiko wurden höhere Terminprämien für die kurze Frist verlangt.
- Die längerfristigen Renditen stiegen zunächst nur moderat, da Marktteilnehmer einen baldigen Rückgang der Inflation erwarteten und teils wieder eine zukünftige Leitzinssenkung einpreisten.

Deutsche Zinsstrukturkurve unter europäischer

Abbildung 1 · Zinsstruktur der €STR und Bundeswertpapiere in Prozent, nach Anlagezeitraum in Jahren (l. A.), Differenz in Prozentpunkten (r. A.)



Quelle: Refinitiv Datastream, eigene Berechnungen

Seit Juli 2022 Rückgang der Invertierung

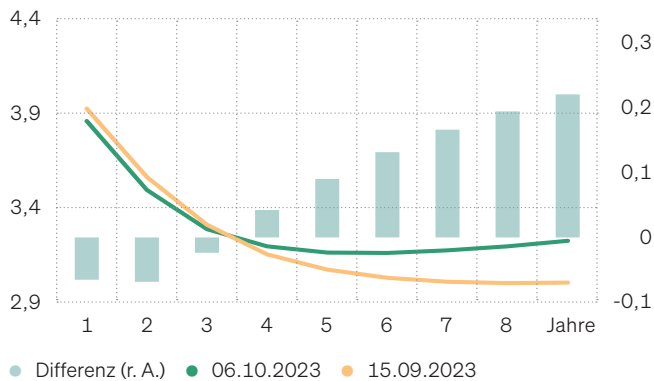
Abbildung 2 · Differenz der Rendite 10-jähriger und 2-jähriger Bundesanleihen (in Prozentpunkten)



Quelle: Refinitiv Datastream, eigene Berechnungen

Zuletzt höhere langfristige und niedrigere kurzfristige Zinsen

Abbildung 3 · €STR OIS-Sätze in Prozent (l. A.) und die aktuellen Änderungen in Prozentpunkten (r. A.)



Quelle: Refinitiv Datastream, eigene Berechnungen

„Higher for longer“ zeigt Wirkung

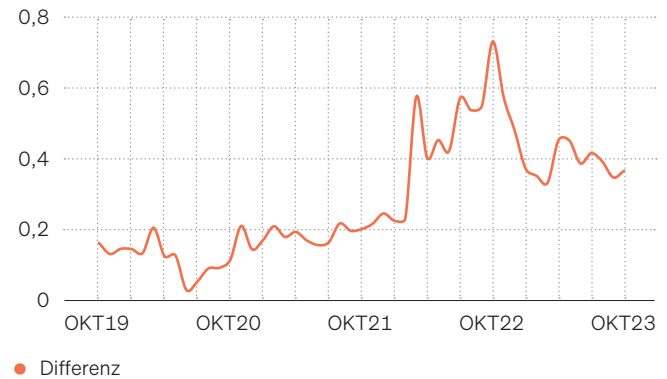
- Die Zentralbank beeinflusst mit der Erhöhung des maßgeblichen Zinses für die Einlagenfazilität die kurzfristigen Geldmarktzinsen. Durch ihre Kommunikation und Projektionen wird jedoch auch das lange Ende der Zinsstrukturkurve beeinflusst. Ein wichtiger Kanal sind die Inflationserwartungen. Marktakteure verlangen für die Unsicherheit über zukünftige Inflationsentwicklungen eine Inflationsrisikoprämie.
- Seit den letzten EZB-Entscheidungen sind die langfristigen Zinsen gestiegen und die kurze Seite leicht zurückgegangen (Abb. 3), was zu einem Rückgang der Invertierung geführt hat (Abb. 2).
- Dies deutet darauf hin, dass Marktteilnehmer zukünftig zunehmend von einem höheren (Leit-)Zinsumfeld und einer Inflation über dem Zielwert von 2% ausgehen und dies in Form von steigenden Inflationsrisikoprämien einpreisen.
- Am kurzen Ende gehen Anleger mit ihren Zinsforderungen nach der letzten EZB-Entscheidung (14. September) leicht nach unten, was ein Indiz für weniger Unsicherheit für zukünftige Zinsänderungen bedeuten könnte. Zumindest werden keine weiteren Zinserhöhungen eingepreist.

Die Besonderheit von Bundesanleihen

- Die Renditen von Bundesanleihen dotieren meist etwas unterhalb des Geldmarktsatzes. Dies liegt vorwiegend daran, dass Marktakteure weitere marktspezifische Faktoren berücksichtigen.
- Bundeswertpapiere haben neben einer sehr guten Bonität auch eine hohe Liquidität, was sich positiv auf die Handelsfähigkeit ausübt. Dies wird mittels Liquiditätsprämien eingepreist.
- Bundeswertpapiere gelten als ausfallsicherere Verwahrung liquider Mittel, auch in Krisenzeiten. Dieser

Bundeswertpapiere als „Safe-Haven“ nach Überfall auf Ukraine

Abbildung 4 · Premiumabschlag der 10-jährigen Bundesanleihe gegenüber dem €STR OIS-Satz in Prozentpunkten



Quelle: Refinitiv Datastream, eigene Berechnungen

Effekt wird auch oft als „Safe-Haven“ bezeichnet. Dies lässt sich gut in Abb. 4 erkennen. So stieg nach dem russischen Überfall zunächst die Nachfrage nach Bundesanleihen, was den Zinssatz senkte und den Spread zum OIS-Satz erhöhte.

- Hinzu kommen bei einigen Investoren regulatorische Gründe für die Nachfrage nach Bundeswertpapieren, z. B. Solvency II für Versicherer.

Bedeutung für die Versicherungswirtschaft

- Für Versicherer sind vor allem die längerfristigen Zinsen von Bedeutung. Der aktuelle Trend wirkt sich langfristig positiv auf das Neuanlagegeschäft aus und kommt damit auch den Versicherungsnehmern zu Gute.
- Andererseits bedeuten Zinsanstiege auch einen Wertverlust der gehaltenen Wertpapiere. Dieser ist bei langfristigen Wertpapieren besonders stark. So mussten Bundesanleihen mit 30-jähriger Laufzeit im jüngsten Zinserhöhungszyklus über 50% Kursverlust verbuchen.
- Einige Sparalternativen für die Verbraucher orientieren sich jedoch an den Zinsen mit kürzerer Laufzeit, was weiterhin dämpfend auf die Nachfrage nach langfristigen Versicherungsprodukten wirken kann.

Ausblick

- Denkbar ist ein weiterer Anstieg der langfristigen Zinsen, wobei die kurze Seite unverändert hoch bleibt. Dies würde die Zinsstrukturkurve etwas normalisieren aber das Zinsniveau insgesamt erhöhen.
- Ein deutlicher Rückgang der kurzfristigen Zinsen wäre im Falle einer kräftigen Rezession denkbar, bei unveränderter Geldpolitik würden die Zinsen für den langfristigen Anlagehorizont jedoch zunächst unverändert bleiben.