

Die Folgen der Zinszyklen auf die Anleihenmärkte

LEITZINS – Die EZB beeinflusst mit ihrer Geldpolitik die Zinsen für Kredite und Sparguthaben, was wiederum Auswirkungen auf die Immobilienpreise, die Aktien- und Anleihenmärkte und allgemein auf das Wirtschaftswachstum im Euroraum hat. Aktuell zeigt sich die besondere Bedeutung der Leitzinsen für die Fälligkeitsrenditen von Staatsanleihen.



von Südtiroler Wirtschaftszeitung — 15. März 2024 in Geld Lesezeit: 5 mins read



Die Anleihenmärkte reagierten postwendend auf die Aussicht einer restriktiveren Geldpolitik. (Foto: Shutterstock / Ungvari Attila)

Immer informiert
bleiben

Bozen – Die Leitzinsen sind eines der geldpolitischen Instrumente der Europäischen Zentralbank (EZB), um die Preise stabil zu halten, mit einer Inflationsrate von knapp unter zwei Prozent. Sie werden vom EZB-Rat festgelegt, der alle sechs Wochen zusammenkommt. Im Detail handelt es sich hier um:

1. den Hauptrefinanzierungssatz, zu dem sich die Geschäftsbanken für eine Woche Geld von der EZB leihen können;
2. den Spitzenrefinanzierungssatz, zu dem sich die Geschäftsbanken über Nacht Geld bei der Zentralbank beschaffen können;
3. den Einlagesatz, zu dem die Geschäftsbanken überschüssige Liquidität bei der EZB anlegen können.

Der Spitzenrefinanzierungs- und der Einlagesatz bilden die Ober- und Untergrenze des Zinskorridors, der Hauptrefinanzierungssatz befindet sich irgendwo in der Mitte. Letzterer war lange der wichtigste Leitzins, seine Bedeutung nahm jedoch beginnend mit der großen Finanzkrise 2008 kontinuierlich ab. Seit damals können sich die Geschäftsbanken nämlich wöchentlich unbegrenzt Geld bei der EZB leihen, es gibt keine Rationierung mehr wie in den Jahren zuvor.

Eine regelrechte Liquiditätsschwemme

Dies war die erste einer ganzen Reihe von Maßnahmen der geldpolitischen Lockerung, die in den darauffolgenden 15 Jahren zu einer regelrechten Liquiditätsschwemme im Euroraum führten. Dazu gehören neue Refinanzierungsgeschäfte mit kryptischen Bezeichnungen wie VLTRO und TLTRO, mit denen die EZB den Geschäftsbanken längerfristige Kredite zu günstigen Konditionen anbot. Dadurch sollte die Kreditvergabe an die privaten Haushalte und Unternehmen während und nach der Finanzkrise, der europäischen Schuldenkrise 2011 und der Coronapandemie aufrechterhalten werden.

Die Leitzinsen wurden schrittweise auf ein minimales Niveau reduziert, und ab dem Jahr 2015 begann die EZB mit dem massiven Ankauf von europäischen Staats- und Unternehmensanleihen. Die überschüssige Liquidität parkten die Banken zum Einlagesatz bei der EZB, und aufgrund der zunehmenden Größe dieses Betrages (siehe Grafik) wurde der Einlagesatz anstelle des Hauptrefinanzierungssatzes maßgeblich für die Zinsen auf dem Geldmarkt im Euroraum und damit zum wichtigsten Leitzins.

Immer informiert
bleiben

HOME

AKTUELLE AUSGABE

NEWS

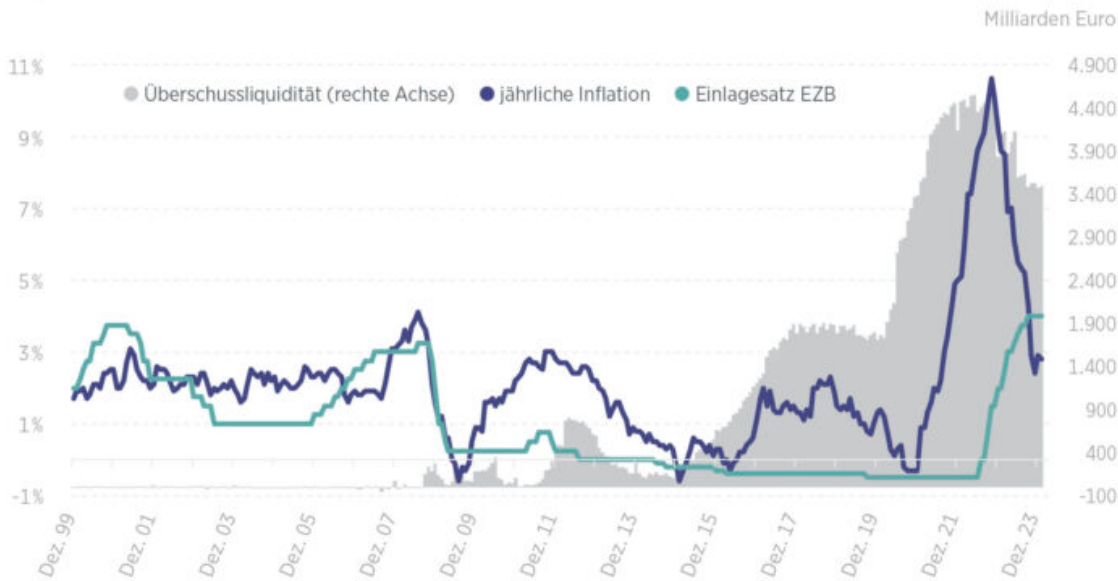
SÜDTIROL

MENSCHEN & UNTERNEHME



Der enorme Anstieg der überschüssigen Liquidität

Seit Gründung der EZB gab es vier Zinszyklen. Überschussliquidität im Finanzsystem gibt es aber erst, seit der Operationsmodus des Hauptrefinanzierungssatzes verändert wurde.



Quelle: Bloomberg / Euregio Plus SGR AG

Effekt der Niedrigzinsen an falscher Stelle

In der Zeit seit der Euroeinführung am 1. Jänner 1999 als Buchungswährung bis Ende 2008, dem Jahr der großen Finanzkrise, lag die jährliche Inflationsrate im Euroraum bei durchschnittlich 2,3 Prozent. In den Jahren danach bis Dezember 2020 sank dieser Wert deutlich auf einen Jahresdurchschnitt von 1,2 Prozent, trotz aller Bemühungen der EZB, dieser Tendenz mit einer ultra-expansiven Geldpolitik entgegenzuwirken.

Der inflationäre Effekt der niedrigen Zinsen und der Anleihen-Kaufprogramme blieb indes nicht vollends aus, er wirkte jedoch weniger an der gewünschten Stelle (den Konsumentenpreisen), sondern vor allem an den Finanzmärkten. Das gilt besonders für die Anleihen, ihre Fälligkeitsrendite hängt nämlich stark von den Erwartungen der Marktteilnehmer:innen in Bezug auf die zukünftige Geldpolitik und von der Inflationsentwicklung ab. Die Fälligkeitsrendite ist die durchschnittliche Verzinsung, die sich Besitzer:innen einer Anleihe pro Jahr bis zu ihrer Rückzahlung erwarten können.

Deutsche Zinskurve rutschte plötzlich ins Negative

Die Verzinsung der Staatsanleihen der meisten Industrienationen b **Immer informiert bleiben**
1980er-Jahren in einem Abwärtstrend, aber im Jahrzehnt bis zum

anhand der Entwicklung deutscher Staatsanleihen beschreiben: Mitte Juni 2016 rutschte die Fälligkeitsrendite der zehnjährigen Bundesanleihe zum ersten Mal ins Negative. Dieser Zustand hatte etwa drei Monate Bestand und war ein Novum, mit dem sich bisher höchstens Theoretiker:innen beschäftigt hatten. Zu Beginn der Corona-Pandemie im März 2020 fiel die Fälligkeitsrendite erneut unter null und verblieb dort bis Anfang 2022.

In diesem Zeitraum war bisweilen die gesamte deutsche Zinskurve im negativen Bereich – wer hier eine Bundesanleihe kaufte, egal ob mit kurzer oder langer Restlaufzeit, machte einen sicheren Verlust, sollte das Wertpapier bis zu seiner Rückzahlung gehalten werden. Oder mit anderen Worten: Die Anleger:innen waren bereit, dem deutschen Staat Zinsen dafür zu zahlen, dass sie ihm Geld leihen durften!

Die EZB reagierte spät

Aus heutiger Sicht erscheinen diese Verhältnisse fast surreal. Mit fortlaufender Dauer der Coronapandemie kamen die globalen Lieferketten zunehmend durcheinander, das Angebot an Gütern verknappte sich und die Inflation im Euroraum, im Sommer 2020 noch negativ, zog bis Ende 2021 schnell auf fünf Prozent an.

Der Angriff Russlands auf die Ukraine im Februar 2022 verteuerte in Europa die Energie und in Form von Zweitrundeneffekten alle Güter und Dienstleistungen, deren Bereitstellung von den Energiepreisen abhängt. Die Inflation legte weiter zu und wurde durch die erhöhte Nachfrage der Verbraucher:innen, die im Zuge der schrittweisen Rücknahme der Coronabeschränkungen ihre Konsumausgaben steigerten, weiter befeuert.

Schwächephasen sind eine Kaufgelegenheit angesichts der aktuell interessanten Fälligkeitsrenditen und den sich anbahnenden Zinssenkungen.

Die EZB reagierte spät, die erste Erhöhung der Leitzinsen erfolgte im Juli 2022, vier Monate nach der amerikanischen und sieben Monate nach der englischen Zentralbank. Was danach folgte, war der schnellste Zinserhöhungszyklus seit der Einführung der Gemeinschaftswährung. Bis September 2023 korrigierte die EZB ihre Leitzinsen insgesamt zehn Mal nach oben, der Einlagensatz stieg von minus 0,5 auf vier Prozent.

Immer informiert
bleiben

die Preissteigerungen langsam wieder ab. Die Anleihenmärkte hingegen reagierten postwendend auf die Aussicht einer restriktiveren Geldpolitik.

Die Phase mit der besten Performance

Höhere Leitzinsen haben direkten Einfluss auf die Verzinsung von Staatsanleihen. Die Fälligkeitsrenditen steigen und die Preise der Anleihen fallen. In den vergangenen zwei Jahren war dieser Preisverfall dramatisch. Ein Index, der die Entwicklung europäischer Staatsanleihen des gesamten Fälligkeitspektrums abbildet, verlor von seinem Höchststand Ende 2020 bis zum Tiefststand im Oktober 2023 knapp über 22 Prozent.

Besonders hart traf es die Anleihen mit Laufzeiten von über zehn Jahren, sie büßten im selben Zeitraum knapp 41 Prozent an Wert ein. Das sind historisch hohe Verluste für eine Anlageklasse, die eigentlich als sicherer Hafen in Krisenzeiten gilt.

Diese Entwicklung hat aber auch eine positive Seite: Die EZB hat die Leitzinsen im September 2023 wahrscheinlich zum letzten Mal in diesem Zyklus erhöht, und wer jetzt Staatsanleihen kauft, realisiert eine interessante Fälligkeitsrendite. Eine zehnjährige deutsche Bundesanleihe generiert aktuell über zwei Prozent Zinsen pro Jahr, das italienische Pendant sogar knapp vier Prozent.

Vergleicht man die Entwicklung der zehnjährigen deutschen Fälligkeitsrendite während der vergangenen drei Zinszyklen der EZB mit dem jetzigen Zyklus, lässt sich ein Muster erkennen. Die Fälligkeitsrendite steigt in der Regel, solange die Zentralbank ihre Leitzinsen nach oben schraubt und erreicht ihren höchsten Wert kurz vor oder nach Ende des Zinserhöhungszyklus.

Danach geht die Fälligkeitsrendite nach unten, bis die Zentralbank beginnt, die Leitzinsen wieder zu senken, und in der Regel auch in den Monaten danach. In dieser Phase erzielen Anleihen ihre beste Performance.

Regelmäßig einen Realitätscheck machen

Zum aktuellen Zeitpunkt stellt sich der Markt nicht mehr die Frage, ob die EZB die Leitzinsen noch einmal erhöhen wird. Vielmehr wird darüber spekuliert, wann sie die Zinsen zum ersten Mal nach unten korrigiert und welches Zinsniveau sie bis Jahresende erreichen möchte. Diese Einschätzungen ändern sich laufend mit den Konjunkturdaten, was hohe Preisschwankungen an den Anleihenmärkten provoziert.

Schwächephasen sind eine Kaufgelegenheit angesichts der aktuellen Fälligkeitsrenditen und den sich anbahnenden Zinssenkungen

Immer informiert
bleiben

HOME

AKTUELLE AUSGABE

NEWS

SÜDTIROL

MENSCHEN & UNTERNEHME



Die Vergangenheit kann jedoch nur bedingt als Indikator für zukünftige Entwicklungen verwendet werden: Jeder Zinszyklus ist anders und die mittelfristigen Inflationsdynamiken sind unbekannt. Deshalb sollte jede:r, der oder die an den Kapitalmärkten tätig ist, die Investitionsentscheidungen regelmäßig einem Realitätscheck unterziehen.



Elmar Oberarzbacher

DER AUTOR ist Deputy Chief Investment Officer bei der Kapitalanlagegesellschaft Euregio Plus.

Ausgabe 10-24, Seite 16

Dieser Artikel im ePaper



16-17 / 32



Südtiroler Wirtschaftszeitung

Wochenblatt für Wirtschaft und Politik. Umfassende Informationen jeden Freitag seit 1919.

Immer informiert
bleiben

HOME

AKTUELLE AUSGABE

NEWS

SÜDTIROL

MENSCHEN & UNTERNEHME

