

## Markterwartungen über die Zinsentwicklung und die Geldpolitik

Ulrich Stolzenburg

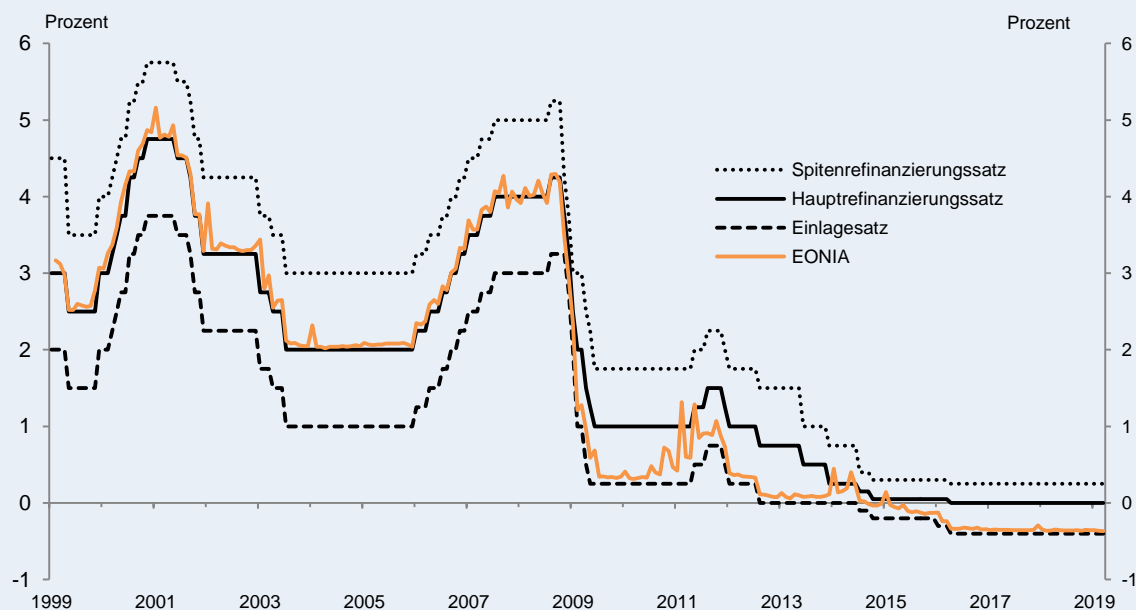
Auf Basis der Preise von standardisierten Finanzmarktprodukten wie Zins-Futures und Zinsswaps im Termingeschäft („Forward Swaps“) kann auf die Markterwartungen von Finanzmarktteilnehmern über die zukünftige Entwicklung kurz- und langfristiger Zinsen geschlossen werden. Die abgeleitete Zinsentwicklung lässt auch Rückschlüsse auf die erwarteten geldpolitischen Rahmenbedingungen zu. Dabei ist freilich zu berücksichtigen, dass die impliziten Markterwartungen vom konjunkturellen Ausblick der Marktteilnehmer abhängen, der von unserer Einschätzung abweichen kann.

### Hintergrund: Der geldpolitische Rahmen

Das Leitzinsband der Europäischen Zentralbank (EZB) befindet sich seit der globalen Finanzkrise auf einem historisch äußerst niedrigen Niveau (Abbildung 1). Dieses Zinsband wird nach oben durch den Spitzenrefinanzierungssatz und nach unten durch den Einlagesatz begrenzt. Bis zum März 2016 war das Zinsband zudem symmetrisch um den Hauptrefinanzierungssatz aufgespannt, während es zuletzt asymmetrisch war: Der Abstand des Hauptrefinanzierungssatzes (0 Prozent) zum oberen Ende des Zinsbandes betrug nun 0,25 Prozentpunkte, der Abstand zum unteren Ende war dagegen mit 0,4 Prozentpunkten etwas höher. Der durchschnittliche Interbankenzins für Übernachtskredite (EONIA = Euro overnight interest average) bleibt grundsätzlich innerhalb dieses Bandes: Wäre der Interbankenzins niedriger als der Einlagesatz, könnte überschüssige Liquidität einfach bei der EZB deponiert werden statt sie zu verleihen; wäre der Interbankenzins höher als der Spitzenrefinanzierungssatz, würden Finanzinstitute kurzfristig benötigte Liquidität einfach bei der EZB statt auf dem Interbankenmarkt beschaffen. Historisch gesehen lag der Interbankenzins EONIA in geldpolitisch normalen Zeiten in der Nähe des Hauptrefinanzierungssatzes. In den vergangenen Jahren befand er sich aufgrund erheblicher Mengen überschüssiger Liquidität – insbesondere seit Beginn des quantitativen Lockerungsprogramms im Jahr 2015 – am unteren Rand des Zinsbandes.

Abbildung 1:

Das Zinsband der Europäischen Zentralbank 1999–2019



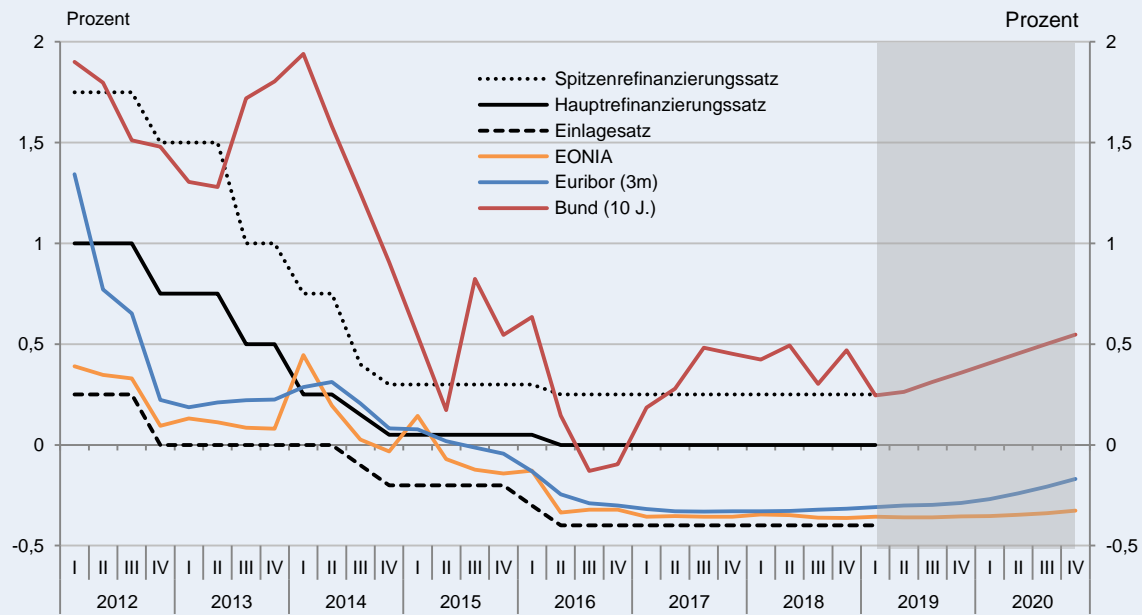
Monatsdaten. EONIA = Euro overnight interest average.

Quelle: Europäische Zentralbank, *Monatsbericht*, Thomson Reuters Eikon.

**Ableitung von Zinserwartungen aus Finanzderivaten**

Zins-Futures sind standardisierte Terminkontrakte, mit denen auf die Entwicklung eines zugrunde liegenden Zinssatzes gesetzt werden kann.<sup>a</sup> Im Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage in diesem sehr liquiden Marktsegment reflektieren die Futures-Preise die Markterwartungen der Finanzinvestoren über den Referenzzinssatz. Aus den Preisen von Futures mit unterschiedlichen Zeithorizonten kann ein Zinspfad für den Prognosezeitraum ermittelt werden, beispielsweise für den Interbankenzins EONIA und den Dreimonats-Euribor (Abbildung 2). Die Entwicklung langfristiger Zinsen lässt sich zudem mit „forward swaps“ prognostizieren (Ji und Kingma 2018).<sup>b</sup> So erwarten die Investoren derzeit, dass Bundesanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit Ende des Jahres 2020 mit rund 0,5 Prozent rentieren werden.<sup>c</sup>

Abbildung 2:  
Abgeleitete Markterwartungen für kurz- und langfristige Zinsen 2012–2020



Quartalsdaten; grau hinterlegt: Abgeleitete Markterwartungen auf Basis von EONIA- und Euribor-Futures sowie Forward Swaps für langfristige Zinsen. Stand: 8.3.2019.

Quelle: Europäische Zentralbank, Monatsbericht; Thomson Reuters Eikon; eigene Berechnungen.

**Rückschlüsse auf die erwartete Geldpolitik**

Die abgeleiteten Zinspfade für den Interbankenzins, Dreimonatsgeld und 10-jährige Bundesanleihen lassen Rückschlüsse auf die erwartete zukünftige Ausgestaltung der Geldpolitik zu. Nach Beendigung der Nettokäufe durch das Eurosystem seit Jahresbeginn bleiben große Mengen Überschussliquidität – voraussichtlich über mehrere Jahre – im System und werden den Interbankenzins in der Nähe des Einlagesatzes verharren lassen, der somit gemäß der Futures-Preise im vierten Quartal des Jahres 2020 bei etwa -0,3 Prozent liegen wird. Falls die Europäische Zentralbank die Symmetrie des Zinsbandes wieder herstellen sollte, könnte der Hauptrefinanzierungssatz dann beispielsweise bei +0,1 Prozent liegen und der Spitzenrefinanzierungssatz bei +0,5 Prozent.

Dreimonatsgeld ist Ende des Jahres 2020 gemäß Futures-Preisen für -0,2 Prozent zu haben – auch dies deutet einen sehr langsamen Zinsanstieg an, denn im historischen Durchschnitt lag der Dreimonatssatz oberhalb des Hauptrefinanzierungssatzes. Schließlich lässt der abgeleitete Zinspfad der Bundesanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit ebenfalls nicht auf frühere Zinsschritte schließen: Im historischen Durchschnitt lag die Verzinsung dieser Bundesanleihen rund einen Prozentpunkt höher als der Hauptrefinanzierungssatz der EZB, und nur unter außergewöhnlichen Umständen (Plätzen der „dotcom“-Blase, globale Finanzkrise, Euro-Schuldenkrise, quantitatives Lockerungsprogramm) fiel diese Zinsdifferenz zeitweilig unter 0,5 Prozentpunkte. Jenseits solcher Extremsituationen ist zu erwarten, dass dieser Zinsabstand wieder steigen wird.

<sup>a</sup>Der Futures-Preis für Dreimonatsgeld (Euribor) für Dezember 2021 lag zuletzt beispielsweise bei 99,885. Der erwartete Referenzzinssatz für diesen Zeitpunkt beträgt 100 abzüglich des Futures-Preises, also 0,115 Prozent. Wer einen

Future-Kontrakt als Käufer abschließt (long-Position), erhält nach Ablauf die Differenz zwischen dem Referenzzinssatz von 0,115 Prozent und dem tatsächlichen Dreimonats-Euribor zu diesem Zeitpunkt, multipliziert mit dem Kontraktwert von z.B. 100.000 Euro. Liegt der Euribor also im Dezember 2021 nur bei 0 Prozent (was impliziert, dass der zugehörige Future-Preis in der Zwischenzeit auf 100 steigt), so macht der Investor Gewinn, im Beispiel  $0,115 \text{ Prozent} * 100.000 \text{ Euro} = 115 \text{ Euro}$ . Liegt der Euribor zu dem Zeitpunkt dagegen bei 0,5 Prozent (so dass der Future-Preis auf 99,5 sinkt), so macht der Investor entsprechend  $0,385 \text{ Prozent} * 100.000 \text{ Euro} = 385 \text{ Euro}$  Verlust. — <sup>b</sup>Bei einem regulären Zinsswap verpflichten sich die Vertragspartner, zwei Zinsströme gegeneinander zu tauschen, etwa einen variablen Referenzzinssatz gegen einen verabredeten Festzins. Nach Vertragsabschluss wird zu festen Zeitpunkten die jeweilige Differenz zwischen den beiden Zinssätzen übertragen, multipliziert mit einem vorab definierten Kontraktwert. So kann der Vertragspartner, der den Festzins zahlt und den variablen Zins erhält („payer swap“), sich gegen Zinsänderungsrisiken über einen festgelegten Zeitraum (z.B. 10 Jahre) absichern. Zusätzlich kann der Startzeitpunkt für den Zinsswap in die Zukunft verlegt werden, der Zinstausch also auf Termin vereinbart werden: Hierbei handelt es sich um einen „Forward Swap“: So könnte der Zinstausch erst in 3 Jahren beginnen und dann über 10 Jahre laufen. Der aufgerufene Festzins für diesen Forward Swap stellt die Markterwartung über den Zins dar, mit dem in drei Jahren ein zehnjähriger Zinsswap abgeschlossen werden kann. Aus den „forward swaps“ mit unterschiedlichen zukünftigen Startzeitpunkten und zehnjähriger Laufzeit kann auf die Markterwartung für zehnjährige Finanzierungen geschlossen werden. Schließlich ist die Höhe des Festzinses, der bei Abschluss eines Zinsswaps aufgerufen wird, nahezu perfekt korreliert mit den Renditen risikoreicher Staatsanleihen derselben Laufzeit. Um etwa die Markterwartung für die Renditen von Bundesanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit zu bestimmen, muss der abgeleitete Zinspfad für einen zehnjährigen Zinsswap allerdings noch auf das (geringere) Risiko umgerechnet werden, das mit Bundesanleihen assoziiert wird. Hierzu wird der sogenannte „Swap spread“ abgezogen, also die übliche Differenz zwischen einem 10-jährigen Zinsswap und der Verzinsung 10-jähriger Bundesanleihen. — <sup>c</sup>Die Ankündigungen auf der Pressekonferenz der Europäischen Zentralbank im Anschluss an die Ratssitzung vom 7.3.2019 haben die Markterwartungen abermals in die Richtung eines späteren Zinsanstiegs verschoben.

---

## Literatur

Ji, K., und D. Kingma (2018). Forecasting long-term interest rates. CPB Background document, March 2018. Via Internet (12.3.2019) <<https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Backgrounddocument-March-2018-Forecasting-long-term-interest-rates.pdf>>.