

Standpunkt

Juni 2000

Zentralbankpolitik
und Zinsstruktur

©2000. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Grüneburgweg 102, 60323 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Zentralbankpolitik und Zinsstruktur

- ◆ Seit der Zinswende der EZB im Herbst 1999 hat sich die Zinsstruktur in Euroland dramatisch verflacht.
- ◆ Die Analyse vergangener Zyklen zeigt, daß dies für Zinserhöhungsphasen normal ist.
- ◆ In der Vergangenheit hat sich die Kurve in Deutschland in solchen Phasen sogar deutlich invertiert.
- ◆ Der Höhepunkt der Inversion tritt in der Regel ein, wenn sich die Leitzinsen ihrem Höhepunkt nähern.
- ◆ Wir halten auch in diesem Zyklus mittelfristig eine Invertierung der Kurve für wahrscheinlich; dieses dürfte jedoch weit weniger extrem ausfallen als in der Vergangenheit (1981, 1992).

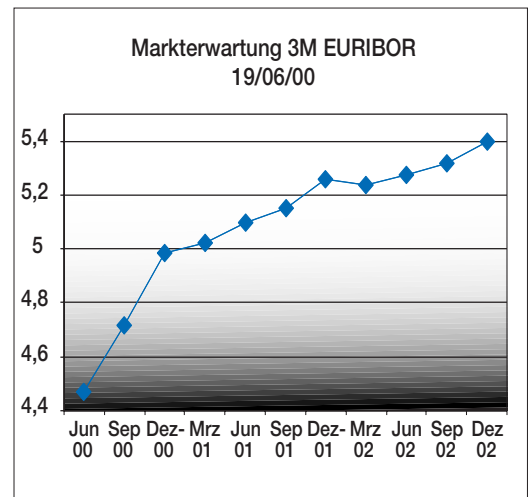
Zentralbankpolitik und Zinsstruktur

Inverse Zinsstruktur?

Seit der Zinswende im Oktober 1999 hat die EZB ihren Reposatz um insgesamt 175 Bp auf jetzt 4,25% erhöht. Der letzte mit 50 Bp deutlicher als erwartet ausfallende Zinsschritt sollte offensichtlich kurzfristig die Luft bereinigen, aber auch klar machen, daß die EZB durchaus reale Inflationsrisiken sieht, und sich allmählich von der Fed emanzipiert.

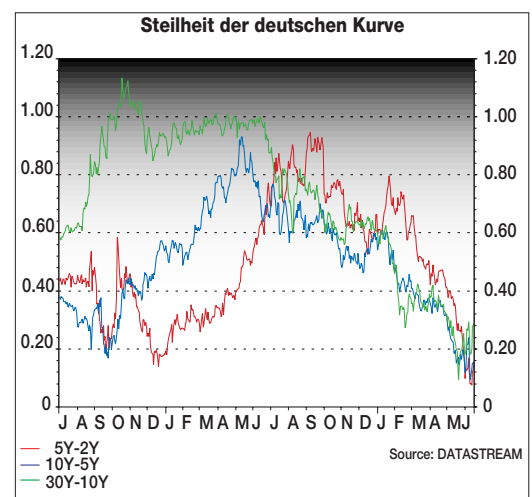
Angesichts des trotz der jüngsten Erholung noch immer unterbewerteten EUR, steigen der Leitzinsen in den USA, Inflationsproblemen an der Peripherie von Euroland (Irland, Finnland, Spanien), der viel zu stark steigenden Geldmenge und dem ernsthaften Bemühen der EZB, sich als "Habicht" in Bezug auf die Inflationsbekämpfung zu etablieren, ist davon auszugehen, daß die EZB die Zinsen in den kommenden Monaten weiter nach oben ziehen wird. Dies wird auch dadurch unterstrichen, daß die EZB den Übergang zu einem Zinstender angekündigt hat. Wie die folgende Graphik zeigt, ist dies an den Märkten aber bereits weitgehend eingepreist. Die Geldmarktfutures eskomprieren zur Zeit Dreimonats-Geldmarktzinsen, die im Dezember bei rund 5,0% liegen sollen (heute etwa 4,50%), im Dezember 2001 bei 5,30% und im Dezember 2002 bei 5,40%.

Graphik 1:



Die Zinsstrukturkurve hat sich in der Zeit seit Mitte 1999 dramatisch verflacht. Vor diesem Hintergrund gehen wir im folgenden der Frage nach, wie die Geld- und Kapitalmärkte sowie die Zinsstruktur auf weitere Zinserhöhungen reagieren dürften, und was uns die Form der Zinsstrukturkurve über das zukünftige Wachstum und die Inflation sagen kann. Dabei ist mit Zinsstruktur stets die Kurve der Renditen der Staatsanleihen unterschiedlicher Laufzeiten gemeint.

Graphik 2:



Wir wollen dabei in erster Linie auf die historischen Erfahrungen zurückgreifen, die man aus den letzten Zinszyklen herleiten kann, insbesondere der Zinserhöhungsphase 1988-1992 und das Vorfeld der Zinserhöhung der Bundesbank im Frühherbst 1997. Auf noch ältere Zyklen wollen wir nicht zurückgreifen, denn das gesamte Umfeld und vor allem die institutionellen Rahmenbedingungen waren in der Vergangenheit so unterschiedlich, daß wir nicht glauben, daß wir aus den Verläufen in den 60er/70er Jahren viel für heute schließen können. Früher war beispielsweise der Auslandsanteil am deutschen Markt vernachlässigbar klein, während das Ausland heute einen exorbitanten Einfluß auf die Rentenmärkte in Euroland hat (Ausländer halten mehr als 50% der deutschen Bundesanleihen), auch wenn Inlandsfaktoren immer noch eine wichtige Rolle spielen.

Selbst Rückschlüsse aus dem Zyklus 1988-1992 (erste Zinserhöhung im Juni 1988, letzte Erhöhung im August 1992) auf die heutige Situation sind mit Vorsicht zu genießen, denn der Aktiencrash 1987 im Vorfeld der Zinserhöhungen und die Wiedervereinigung 1990 waren sehr starke Sondereffekte im damaligen Zyklus. Dennoch sollten einige vorsichtige Analogieschlüsse gerechtfertigt sein.

Die folgenden Tabellen zeigen die Zentralbankpolitik im Verlaufe der Zinserhöhungsphasen 1988-1992, 1997 und 1999/2000, die Reaktion des Geldmarktes und der Bondrenditen sowie Veränderungen der Zinsstrukturkurve in den verschiedenen Stadien der zinspolitischen Restriktion.

Tabelle 1: Restriktionsphase 1988-1992

	Diskontsatz	Repo	3M	6M	1Y	2Y	5Y	10Y	2Y-3M	5Y-2Y	10Y-5Y	10Y-2Y
01.05.88	2,50	3,25	3,56	3,75	3,94	4,68	5,50	6,59	1,12	0,82	1,09	1,91
01.06.88	3,00	3,40	3,63	3,88	4,20	5,13	5,66	6,60	1,51	0,53	0,94	1,47
01.07.88	3,00	3,83	4,50	4,75	4,81	5,76	5,96	6,73	1,26	0,20	0,77	0,97
01.08.88	3,50	4,25	5,25	5,50	5,69	5,97	6,16	6,79	0,72	0,19	0,63	0,82
01.09.88	3,50	4,25	5,19	5,56	5,69	5,56	6,03	6,61	0,37	0,47	0,58	1,05
01.01.89	4,00	5,13	5,44	5,56	5,63	6,35	6,22	6,65	0,91	-0,13	0,43	0,30
01.04.89	4,50	6,00	6,50	6,81	7,06	6,79	6,79	6,88	0,29	0,00	0,09	0,09
01.07.89	5,00	6,60	7,06	7,19	7,19	6,73	6,71	6,67	-0,33	-0,02	-0,04	-0,06
01.10.89	6,00	7,33	8,00	8,00	7,94	7,63	7,31	7,02	-0,37	-0,32	-0,29	-0,61
01.01.90	6,00	7,70	8,38	8,44	8,44	8,14	7,98	7,53	-0,23	-0,16	-0,45	-0,61
01.06.90	6,00	7,80	8,19	8,50	8,94	8,77	8,80	8,77	0,58	0,03	-0,03	0,00
01.12.90	6,00	8,51	9,32	9,32	9,38	9,12	9,00	8,82	-0,20	-0,12	-0,18	-0,30
01.08.92	8,75	9,70	9,88	9,88	9,88	9,17	8,46	8,05	-0,71	-0,71	-0,41	-1,12

Tabelle 2: Restriktionsphase 1997

	Diskontsatz	Repo	3M	6M	1Y	2Y	5Y	10Y	2Y-3M	5Y-2Y	10Y-5Y	10Y-2Y
01.01.97	2,5	3	3,12	3,17578	3,55	3,55	4,5	5,84	0,43	0,95	1,34	2,29
02.01.97	2,5	3	3,12	3,13672	3,4	3,4	4,31	5,72	0,28	0,91	1,41	2,32
03.01.97	2,5	3	3,2	3,25391	3,48	3,48	4,48	5,54	0,28	1	1,06	2,06
04.01.97	2,5	3	3,15	3,28125	3,66	3,66	4,72	5,9	0,51	1,06	1,18	2,24
05.01.97	2,5	3	3,15	3,25	3,56	3,56	4,55	5,76	0,41	0,99	1,21	2,2
06.01.97	2,5	3	3,1875	3,22266	3,63	3,63	4,74	5,93	0,4425	1,11	1,19	2,3
07.01.97	2,5	3	3,125	3,16797	3,52	3,52	4,46	5,67	0,395	0,94	1,21	2,15
08.01.97	2,5	3	3,21875	3,3125	3,82	3,82	4,82	5,59	0,60125	1	0,77	1,77
09.01.97	2,5	3	3,25	3,4375	3,89	3,89	4,9	5,66	0,64	1,01	0,76	1,77
10.01.97	2,5	3,3	3,6875	3,50391	4,32	4,32	5,12	5,58	0,6325	0,8	0,46	1,26
11.01.97	2,5	3,3	3,76172	3,8125	4,238	4,238	5,057	5,575	0,47628	0,819	0,518	1,337
12.01.97	2,5	3,3	3,64844	3,875	4,195	4,195	5,041	5,454	0,54656	0,846	0,413	1,259

Tabelle 3: Restriktionsphase 1999/2000

	Unt. Intersatz	Repo	3M	6M	1Y	2Y	5Y	10Y	2Y-3M	5Y-2Y	10Y-5Y	10Y-2Y
01.06.99	1,5	2,5	2,66938	2,5975	2,68938	2,798	3,322	4,123	0,12862	0,524	0,801	1,325
01.07.99	1,5	2,5	2,69	2,82438	2,93688	3,16	3,847	4,513	0,47	0,687	0,666	1,353
01.08.99	1,5	2,5	2,69975	2,96875	3,13	3,389	4,186	4,811	0,68925	0,797	0,625	1,422
01.09.99	1,5	2,5	3,08813	3,08	3,28125	3,462	4,307	4,891	0,37387	0,845	0,584	1,429
01.10.99	1,5	2,5	3,49	3,125	3,34938	3,662	4,424	5,08	0,172	0,762	0,656	1,418
01.11.99	2	2,5	3,4475	3,5325	3,74875	3,907	4,641	5,157	0,4595	0,734	0,516	1,25
01.12.99	2	3	3,33875	3,47	3,78975	3,983	4,632	5,125	0,64425	0,649	0,493	1,142
01.01.00	2	3	3,49125	3,5175	3,87813	4,208	4,803	5,358	0,71675	0,595	0,555	1,15
01.02.00	2,25	3	3,63	3,68313	4,07	4,385	5,052	5,541	0,755	0,667	0,489	1,156
01.03.00	2,25	3,25	3,83	3,82	4,16	4,439	5,088	5,5	0,609	0,649	0,412	1,061
01.04.00	2,5	3,5	4,09438	4	4,30375	4,423	4,854	5,216	0,32862	0,431	0,362	0,793
01.05.00	2,75	3,75	4,09438	4,26375	4,56938	4,594	4,998	5,298	0,49962	0,404	0,3	0,704
01.06.00	2,75	3,75	4,45438	4,665	4,99	4,942	5,046	5,191	0,48762	0,104	0,145	0,249

Einige verallgemeinernde Schlußfolgerungen aus den Tabellen sind offensichtlich.

Was den Geldmarkt betrifft, wurde die Geldmarkt-Kurve in einer Restriktionsphase stets vor der ersten Zinserhöhung wesentlich steiler, da die Zinserhöhung eskomptiert wurde. Danach findet in der Regel keine wesentliche weitere Versteigerung mehr statt, weil die Märkte schnell relativ stetige, gleichbleibende Zinserhöhungen einpreisen. Im Zyklusverlauf flacht sich die Geldmarktkurve zügig wieder ab. In allen betrachteten Fällen kam es bereits vor dem ersten Zinsschritt zu einer starken Verschiebung aller Geldmarktzinsen nach oben, so daß sich der Abstand aller Geldmarktzinsen zum Reposatz schnell ausgeweitet hat, da der Markt weitere Zinserhöhungen einpreiste. 1997 war diese Entwicklung am wenigsten ausgeprägt, weil der Markt schnell gemerkt hat, daß die Bundesbank irrt, was die Inflationsgefahr anging, so daß die Geldmarktzinsen nach der Zinserhöhung sogar fielen. Es folgte dann auch kein weiterer Zinsschritt mehr. Ganz anders 1988-1992 und 1999/2000. Während sich beispielsweise der Abstand zwischen Reposatz und 3M-Geld vor den Zinserhöhungen im Mai 1988 auf 30 Bp belief, sprang er in den vier Monaten nach der ersten Zinserhöhung auf 100 Bp.

In Bezug auf die Kapitalmarktstruktur zeigen die Tabellen für alle drei Zinserhöhungszyklen, daß die Renditen am kurzen Ende als Reaktion auf Zinserhöhungen viel stärker anstiegen als am langen Ende. Daher verflachte sich die Zinsstrukturkurve in allen Fällen schnell und drastisch. Am stärksten war dieser Effekt in der Zinserhöhungsphase von 1988-1990. Von Mai 1988 bis Oktober 1989 stiegen die Renditen 2jähriger Papiere um fast 300 Bp, die Renditen am langen Ende stiegen aber nur um 40 Bp. Die Renditen 5jähriger Staatsanleihen stiegen um etwa 180 Bp. Etwa ein Jahr, nachdem die Bundesbank zur restriktiveren Geldpolitik überging, wurde die Kurve zwischen 10 Jahren und 2 Jahren invers (der Reposatz stieg in dieser Phase

allerdings auch sehr drastisch um 335 Bp). Selbst wenn man die unterschiedliche Duration berücksichtigt, waren die Kursverluste am kurzen Ende größer als am langen Ende. Die schlechteste Performance zeigten 5jährige Titel.

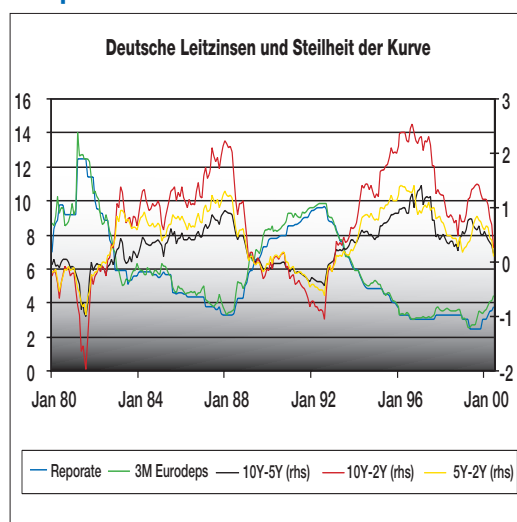
Die Gründe für die unterschiedliche Reaktion des langen und des kurzen Endes des Bundmarktes sind relativ klar. Für das kurze Ende ist die Geldpolitik der maßgebliche Faktor für den Trend der Zinsen. Am langen Ende spielen Bewegungen des US-Marktes und langfristige Stabilitätsentwicklungen (wie der Inflationsausblick, Output Gaps und Produktivität, Trends bei den Budgetdefiziten) die viel größere Rolle. Gerade für Deutschland ist festzuhalten, daß die Bedeutung der Geldpolitik für die langfristigen Zinsen in der Vergangenheit niedriger war als in anderen Ländern wie z.B. Frankreich, Italien oder den USA (vgl. die OECD-Studie "Long-term interest rates in globalised markets" von Hans Christiansen und Charles Pigott, 1997), was daran liegt, daß sich die Bundesbank eine Rolle als sehr stabile, zuverlässige Institution erworben hatte, während bei anderen Zentralbanken die Frage, ob die Zentralbankpolitik in einer bestimmten Situation glaubwürdig ist oder nicht, viel stärkere Marktimpulse ausgelöst hat. Zinserhöhungsschritte der Zentralbank, die eindeutig Inflationsgefahren eindämmen, können in gewissen Phasen sogar einen positiven Einfluß auf den Anleihenmarkt haben. Negative Reaktionen am langen Ende des Rentenmarktes auf Zinserhöhungen sind besonders dann zu erwarten, wenn die Zentralbankentscheidungen als "Zu wenig, zu spät" interpretiert werden, wie es in Deutschland im ersten Jahr der Wiedervereinigung (und in den USA im berühmten Bärjahr 1994) der Fall war.

Bevor wir zu Schlußfolgerungen für die Situation heute kommen, gilt es noch einen Punkt zu beachten:

Wenn die Bundesbank in der Vergangenheit zu einem Wechsel in ihrer Geldpolitik übergegangen war, kamen die Zinserhöhungen oder Zinssenkungen immer sehr schnell, deutlich und in großen Bewegungen. Die 1997er Zinserhöhung war historisch eine absolute Ausnahme. Im Gegensatz zu anderen Zentralbanken hatte die Bundesbank in der Vergangenheit kein "Fine Tuning" betrieben mit einem einzelnen Zinsschritt und dann abwartender Haltung, sondern die zyklische Restriktion schritt stets zügig voran. Die Bundesbank war also stets recht gut einzuschätzen, was auch die Reaktionen der Marktteilnehmer auf Bundesbankaktionen berechenbar machte.

Die EZB hat bisher sehr deutlich nach dem Vorbild der Bundesbankpolitik agiert; da sie aber noch keinen langfristigen Trackrecord hat, kann man nicht endgültig sicher sein, ob dies weiterhin so bleibt. Für die Entwicklung der Märkte in den kommenden Monaten wird diese bisher noch herrschende größere Unsicherheit über die Arbeit der Zentralbank mit Sicherheit eine große Rolle spielen. Die folgende Graphik faßt den historischen Zusammenhang zwischen Geldpolitik und Steilheit der Kurve noch einmal plastisch zusammen.

Graphik 3:



Was bedeuten die historischen Erfahrungen für die gegenwärtige Situation?

Erstens würden bei der erwarteten fortgesetzten Erhöhung des Reposatzes die Geldmarktzinsen noch einmal deutlich ansteigen. Die Geldmarktkurve dürfte aber nicht mehr wesentlich steiler werden, sondern tendenziell allmählich wieder verflachen. Die eigentliche Versteilerung ist im Sommer 1999 abgelaufen.

Zweitens würde sich die Zinsstrukturkurve des Rentenmarkts vom kurzen Ende her mittelfristig weiter verflachen (nachdem sie sich kurzfristig nach der starken Verflachung der letzten Wochen als technische Reaktion wohl wieder etwas versteilern dürfte). Am kurzen Ende würden die Zinsen weiter ansteigen. Das lange Ende käme zwar vermutlich ebenfalls unter Druck, aber Zinssteigerungen hier würden in viel stärkerem Maße vom Trend am US-Rentenmarkt, den Inflationserwartungen und dem Trend bei den Budgetdefiziten abhängen, während die EZB-Politik nur im Gesamtkontext eine wichtige Rolle spielt.

Drittens zeigt sich, daß das kurze Ende für diejenigen Investoren, die mit einer Zinserhöhung rechnen, nicht unbedingt am attraktivsten ist, auch nicht auf den gegenwärtigen Niveaus. Kurzläufer sind keineswegs die risikolose Alternative. Für Anleger, die in den nächsten Monaten weiter steigende Leitzinsen sehen, kann der Kauf des langen Endes, eventuell als Barbellstrategie kombiniert mit Floatern, sogar eine Defensivstrategie sein, denn das kurze und mittlere Ende ist stärker von steigenden Zinsen betroffen als Langläufer (siehe die Erfahrung mit 5J-Papieren im 1988-1992 Bärmarktzyklus).

Insbesondere wenn der Zinserhöhungszyklus allmählich zu Ende geht, profitiert das lange Ende oft sehr stark.

Diesem Zeitpunkt sind wir vielleicht gar nicht mehr so fern. Es spricht einiges dafür, daß die Konjunkturzyklik weltweit ihr Hoch bereits hinter sich hat. Unklar ist nur, ob die Zentralbanken abwarten, ob nach der Abschwächung der Konjunkturdynamik auch eine deutliche Abschwächung beim Inflationsdruck kommt (was i.d.R. zeitlich später geschieht), bevor sie den Zinserhöhungszyklus langsam zum Ende bringen, oder ob sie die gegenwärtige Konjunkturabschwächung bereits per se als Signal sehen, etwas weniger restriktiv zu agieren.

Dazu kommt, daß Langläufer in Euroland auch in den kommenden Jahren von den sich verbessernden Trends bei den Budgetdefiziten profitieren dürften. Auch wenn der Trend nicht so überragend ist wie in den USA, so hat sich die Stabilitätskultur in Euroland zuletzt doch immer deutlicher verbessert. So sollen die Erlöse aus den Verkäufen der UMTS-Lizenzen in fast allen Ländern weitgehend zur Schuldentilgung verwendet werden, was geradezu lehrbuchhaft ist. Zudem ist die Fiskalpolitik in den meisten Ländern generell auf weitere Restriktion ausgerichtet, so daß das Angebot von neuen Papieren niedrig bleiben dürfte. Und auch von der Nachfrageseite kommen positive Impulse, denn der zu erwartende allmähliche Aufbau eines Kapitalstocks für das zu reformierende Rentensystem sollte die Nachfrage nach Langläufern im Rentenmarkt systematisch steigern.

Nachdem die Zinsstrukturkurve zuletzt bereits sehr stark verflacht ist, stellt sich die Frage, ob die Kurve in Euroland sogar invers werden wird. Wie schnell und wie ausgeprägt kann dieser Prozeß ablaufen? Um uns diese Problematik etwas klarer zu machen, wollen wir im folgenden noch einmal kurz diskutieren, welche Zusammenhänge es zwischen der konjunkturellen Situation, den Inflationserwartungen und der Form der Zinsstrukturkurve gibt.

Was sagt die Theorie dazu, wie sind die empirischen Erfahrungen und was läßt sich daraus für die heutige Situation schließen?

In der Theorie gilt die Form der Zinsstrukturkurve als Vorlaufindikator der Konjunktur. Eine steile Kurve gilt als Signal für einen Konjunkturaufschwung und steigende Inflationserwartungen, eine sehr flache oder gar inverse Kurve dagegen als Prediktor eines Konjunkturabschwungs, fallender Inflationserwartungen oder einer Rezession (wenn Realzinsen und Risikoprämien als konstant angenommen werden, so ist die Differenz zwischen langen und kurzen Zinsen theoretisch eine lineare Funktion der Inflationsänderungserwartungen). Als Konsequenz verwenden viele Investmentbanken, aber auch die Zentralbanken und zum Beispiel das Handelsblatt die Zinsstruktur als Teilindikator in ihren Systemen von Konjunktursignalen bzw. monetären Vorlaufindikatoren.

In einer großangelegten OECD-Studie (Sebastian T. Schich, What the yield curves says about inflation - does it change over time?, Januar 2000) wurde nachgewiesen, daß die Zinsstrukturkurve im Falle Deutschlands über die Jahre hinweg einen sehr großen und sehr stabilen Informationsgehalt in Bezug auf Inflation und Wachstum hatte, trotz aller Strukturbrüche, ganz im Gegensatz zu USA, Italien oder Großbritannien. Damit scheint es erlaubt, einige Schlußfolgerungen aus der Vergangenheit zu ziehen, auch wenn durch den Start der EWU doch ein gewisser Bruch zur Vergangenheit zu verkraften ist.

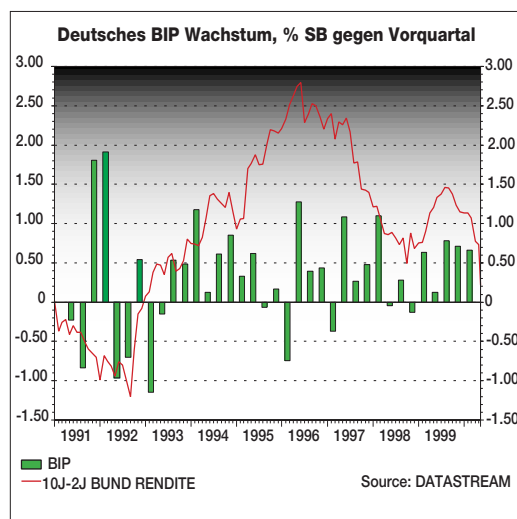
Wann hat sich die Kurve in der Vergangenheit invertiert?

Zunächst einmal ist festzuhalten, daß inverse Zinsstrukturkurven historisch nichts Ungewöhnliches sind. Eine inverse Kurve tritt in der Regel dann ein, wenn erwartet wird, daß sich die Zinsen nach einer Restriktionsphase ihrem Höchststand nähern.

Dies gilt insbesondere dann, wenn die Märkte erwarten, daß die Zentralbank mit ihren bisherigen Zinsschritten die Inflation in den Griff bekommen, oder die Konjunktur abgewürgt hat, so daß eine Rezession wahrscheinlich wird. In den USA beispielsweise gab es in der Vergangenheit nach nahezu jeder Inversion der Kurve darauffolgend (oft etwa ein Jahr später) eine Rezession.

Werfen wir einen Blick auf den deutschen Zyklus 1988-1992. Damals wurde die Kurve ein Jahr nach der ersten Zinserhöhung erstmals komplett invers. Der Reposatz lag aber deutlich über 6%. Die Inversion fiel mit klar steigenden Leitzinsen zum Abbau von Inflationsdruck zusammen (verursacht damals wegen stark steigender Ölpreise, der Wiedervereinigung und zu viel Liquidität nach dem Aktiencrash 1987). Die Kurve blieb von Sommer 1989 bis Sommer 1992 fast drei Jahre lang invers (von einer kurzen Zeit 1990 abgesehen) und erreichte ihre maximale Inversion im Sommer 1992, als der Gipfel bei den Zinsen erreicht war. Im Hoch lagen die 2jährigen Zinsen mehr als 100 Bp über den 10 jährigen Renditen (1981 hatte das Maximum während der Ölkrise sogar 185 Bp Inversion betragen). Die Kurve nahm einen Gipfel im offiziellen Zinszyklus vorweg. Und kurz nach der maximalen Inversion der Kurve stürzte die gesamtdeutsche Wirtschaft auch in die Rezession.

Graphik 4:



Es spricht einiges dafür, daß auch im heutigen Zyklus eine (leichte) Inversion der Kurve in Euroland bevorsteht.

Die Kurve ist bereits fast flach und der Zinserhöhungszyklus ist noch nicht vorbei. Zudem haben wir am langen Ende mit der Austeritätspolitik der europäischen Finanzminister, den Sondererlösen aus dem Verkauf der UMTS-Mobilfunklizenzen, Privatisierungen und den sinkenden Ausgaben für den Arbeitsmarkt Sondereffekte, die den Angebotsdruck in den kommenden Jahren sehr niedrig halten (allerdings scheint auch dieser Effekt im Markt inzwischen weitgehend diskontiert).

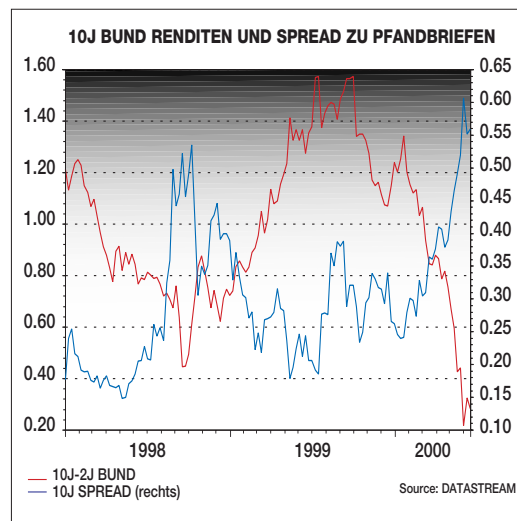
Auch wenn Rezessionsgefahren in Euroland nicht in Sicht sind, deutet sich bei der Konjunktur global allmählich eine Abkühlung an. Ein wichtiger Faktor dürfte in diesem Zusammenhang der Trend in den USA darstellen, da der US-Rentenmarkt einen ganz bestimmenden Einfluß auf die europäischen Märkte ausübt. Die jüngste Abschwächung in den US-Daten hat die Hoffnung auf ein Soft Landing der Konjunktur in den USA gestärkt, aber auch die Alternative Hard Landing wäre für den Rentenmarkt sehr positiv. Das Risiko für das globale Wachstum für 2001 liegt eindeutig in einer Abschwächung bei sehr positiv bleibendem Inflationsausblick. Die Zentralbanker sind nicht "Behind the Curve". Der Trend zu einer Verflachung / Invertierung der Kurve dürfte damit aus den USA heraus und von den globalen Wachstumsperspektiven her verstärkt werden.

Wir glauben allerdings nicht, daß sich die Kurve so stark invertieren wird wie in den vergangenen Zyklen. Wir haben keine Inflationsrisiken, die der Situation 1980-1982 oder 1988-1992 vergleichbar wären. Daher werden die Zentralbanken ihren Restriktionskurs weit früher beenden als es in den vergangenen Zyklen der Fall war, und damit das kurze Ende nicht so weit nach oben ziehen.

Wir erwarten, daß die Zinsen in Europa in historischer Perspektive quer über die Kurve relativ niedrig bleiben. Die Angebotsknappheit am langen Ende wird in Europa auch nicht so ausgeprägt sein, wie es in den USA der Fall ist. Von massiven Budgetüberschüssen in Euroland sind wir weit entfernt (zumal die hohen Steuersätze und die unvermeidliche Rentenreform mittelfristig deutliche Steuersenkungen erzwingen werden). Insgesamt scheint damit die Kurve auf dem Weg zur Invertierung, aber nicht in einem Maße wie in den USA oder wie es historisch in Deutschland 1981 oder 1992 der Fall war.

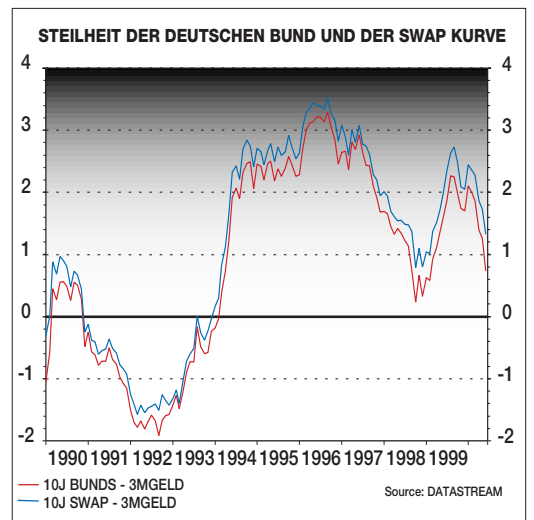
Die folgenden beiden Charts machen abschließend eine einschränkende Überlegung deutlich. Die vorhergegangene Diskussion einer Invertierung der Kurve ist in erster Linie eine Diskussion über die Staatsanleihenkurve. Betrachtet man Pfandbriefe, Swaps oder Unternehmensanleihen, sieht die Welt etwas anders aus. Im Zuge des starken Effekts, der von der Angebotsverknappung von Staatsanleihen ausgeht, haben sich die Spreads zwischen Staatsschuldtiteln und Kreditprodukten deutlich ausgeweitet. Auf Staatsanleihen werden Knappheitsprämien bezahlt.

Graphik 5:



Die Zinsstrukturkurve anderer Produkte hat sich daher lange nicht so stark verflacht wie die der Staatsanleihen, und dürfte kaum invers werden. Mittelfristig wird sich die Aufmerksamkeit wegbewegen von der Steilheit der Kurve der Staatsanleihen zu der Kurve anderer Emittenten. Angesichts fallender Emissionsvolumina von Staatsanleihen in Euroland, die die Staatsanleihen die Rolle als Benchmark kosten kann, muß man langfristig stärker die Thematik diskutieren, was die Steilheit alternativer Kurven (wie der Swapkurven oder Kreditkurven) bestimmt.

Graphik 6:



Zusammenfassung:

Die Zinsstrukturkurve in Europa hat sich zuletzt dramatisch verflacht. Ursache sind die steigenden Leitzinsen, die sich auf das kurze Ende des Kapitalmarktes übertragen, und die restriktive Fiskalpolitik, die das Angebot am langen Ende verknappen.

Dabei war Europa sehr stark im Sog der USA, wo dieser Trend noch ausgeprägter war, was dort sogar zu einer inversen Kurve geführt hat.

Die starke Verflachung der Kurve ist für Restriktionsphasen der Geldpolitik normal. Da die Zinserhöhungswelle in Europa wohl noch nicht abgeschlossen ist, dürfte daher der Trend zu einer Verflachung der Kurve noch einige Zeit anhalten.

Selbst eine inverse Kurve ist keine historische Ausnahme. In der Vergangenheit ist die Kurve in Deutschland gegen Ende von Zinserhöhungszyklen meist invers geworden, 1981 und 1992 sogar in sehr scharfer Form. In diesem Zyklus gehen von den beiden treibenden Kräften, die die Steilheit der Zinskurve bestimmen, aber divergierende Impulse aus. Einerseits beeinflusst die Angebotsverknappung das lange Ende weit aus positiver, als es in den Zyklen der Vergangenheit der Fall war. Andererseits ist das Inflationsumfeld positiver als im Zyklus 1981 oder 1992, so daß die Zentralbank die Zinsen am kurzen Ende nicht so weit nach oben treiben dürfte, als damals der Fall war. Das Problem wird dadurch komplizierter, daß man einen starken Strukturbruch zur Vergangenheit bedingt durch den Start der EWU (Unsicherheit sowohl über die Geldpolitik der EZB als auch der Fiskalpolitik der Euroländer) nicht leugnen kann.

Insgesamt erwarten wir, daß die Kurve mittelfristig leicht invers werden dürfte, aber nicht in einer Schärfe, die der Situation in den USA oder in Deutschland in der Vergangenheit entspricht. Es ist auch durchaus denkbar, daß sich die Inversion diesmal nicht über die ganze Kurve erstreckt, sondern nur das mittlere bis ultralange Ende umfaßt, wo die Angebotsknappheit im Staatsanleihensektor besonders wirkt, während das kurze bis mittlere Ende einfach nur flach bleibt, da der Zinserhöhungstrend in den Märkten bereits weitgehend eingepreist ist.

Der positive Inflationsausblick könnte sogar dafür sorgen, daß die Zinserhöhungen möglicherweise unter den Erwartungen bleiben könnten.

Wichtig auch, daß sich der Fokus zunehmend von den Staatsanleihen zu Kreditprodukten verschiebt. Hier ist die Kurve bei weitem nicht so flach und dürfte kaum invers werden.

Verfasser:

Werner Krämer, Research/Consulting
Tel.: 069 - 50 60 6 - 141



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

Grüneburgweg 102
60323 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29