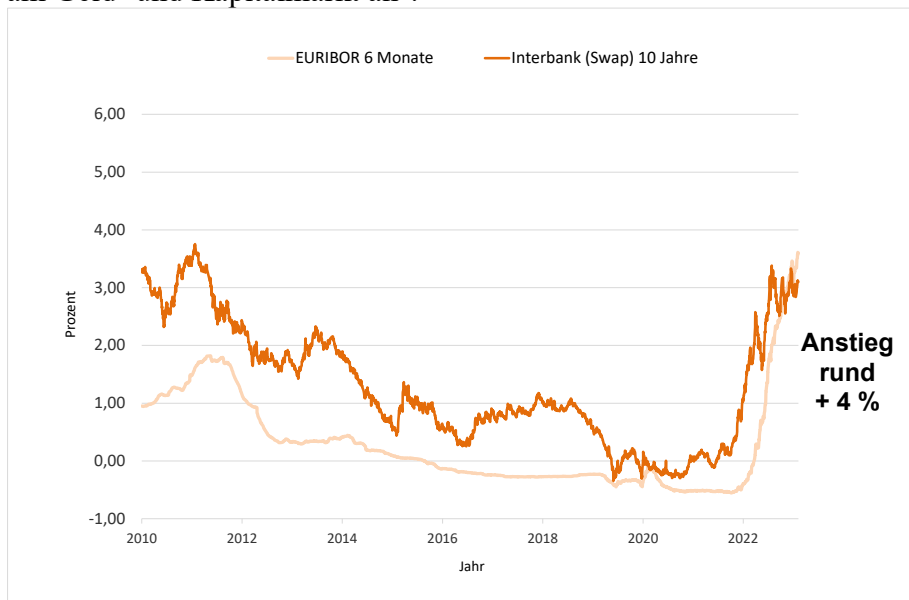




Warum kam die Zinswende so schnell – und welche Fehler wurden gemacht?

Im Sommer 2022 hatte die Europäische Zentralbank erstmals nach rund zwölf Jahren zur Bekämpfung der hohen Inflation ihren Leitzins erhöht¹. Es folgten Zinsschritte um mehr als drei Prozent innerhalb eines Dreivierteljahres. Diese Zinswende lief außerordentlich schnell ab und hat sehr viele Marktteilnehmer „auf dem falschen Fuß erwischt“. So sitzen beispielsweise Banken auf sehr hohen Verlusten der in der Niedrigzinsphase gekauften Wertpapiere². Immobiliendarlehen werden kaum noch nachgefragt³ und Studentenkredite erreichen mit einer Verzinsung von über sieben Prozent einen neuen Höchststand⁴. Es stellt sich folglich die Frage, warum die Zinswende so schnell kam, warum der Großteil der Marktteilnehmer scheinbar nicht dafür gewappnet war und welche grundsätzlichen Fehler gemacht wurden.

Sehen wir uns dazu zunächst die Dynamik des Zinsanstiegs vor allem von Ende 2021 bis heute am Geld- und Kapitalmarkt an⁵:



¹ Vgl. <http://www.leitzinsen.info/eurozone.htm>

² Vgl. <https://www.capital.de/geld-versicherungen/ezb--hohe-verluste-bei-banken-werden-fuer-notenbank-zum-problem-33335662.html>

³ Vgl. <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/finanzen/baufinanzierungen-immobiliendarlehen-einbruch-101.html>

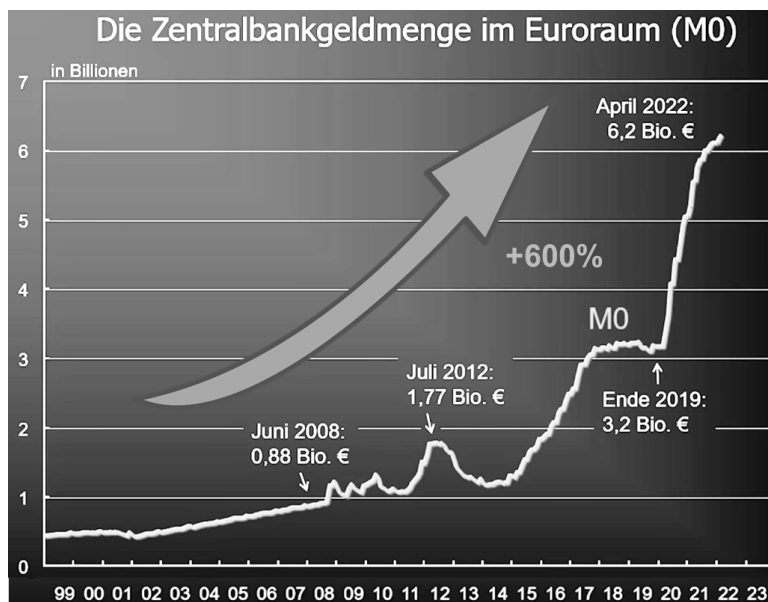
⁴ Vgl. <https://www.studis-online.de/studienkredit/kfw-zinsentwicklung.php>

⁵ Quelle: vwd

Die kurzfristigen EURIBOR- und längerfristigen Zinssätze stiegen innerhalb eines Jahres in der Spitze nahezu um vier Prozent an. Die Dynamik dieses Zinsanstiegs war von historischer Dimension⁶. Warum kam der Zinsanstieg am Geld- und Kapitalmarkt so schnell und warum wurden so viele Marktteilnehmer davon überrascht? Dies soll in diesem Fachartikel näher beleuchtet und pragmatisch⁷ erörtert werden. Dazu müssen wir zunächst etwas weiter in die Vergangenheit blicken und die Entwicklungen ab dem Jahr der Lehman-Krise 2008 betrachten:

1.) Enorme Geldmengenausweitung musste unweigerlich einmal zu hoher Inflation führen – und dieses Szenario hatten nur sehr wenige im Blick

Die weltweit führenden Zentralbanken weiteten die Geldmenge über viele Jahre hinweg massiv aus. So wuchs zum Beispiel die Zentralbankgeldmenge M0⁸ im Euroraum von rund 0,9 Bio. EUR im Jahr 2008 zu Zeiten der Lehman-Krise auf rund 6,2 Bio. EUR im Jahr 2022 um über 600 Prozent an⁹. Vor allem während der Pandemie ab dem Jahr 2020 wurde die Geldmenge nochmals verdoppelt:



Zum Vergleich dazu ist das Bruttoinlandsprodukt des Euroraums in dieser Zeit nur um rund 45 Prozent gewachsen¹⁰. Die Geldmenge wurde folglich um das 13fache des Wirtschaftswachstums ausgeweitet! Dass dieses enorme Geldmengenwachstum irgendwann einmal zu einem ansteigenden Preisniveau führen muss, davor warnten Volkswirtschaftler bereits lange¹¹ und ist mit der Quantitätstheorie und dessen

⁶ Vgl. <https://www.boersen-zeitung.de/kapitalmaerkte/zinsanstieg-von-historischer-dimension-986b1e2a-53cb-11ed-b6a5-02c486565f4e>

⁷ Der Verfasser dieses Fachartikels beschäftigt sich in seinem nahezu 35jährigen Berufsleben mit der Bankenzinsbuchsteuerung, Controlling, Risikomanagement und der Absicherung von Zinsrisiken und betreut derzeit einen Sicherungsbestand von rund sieben Milliarden Euro.

⁸ Bargeld außerhalb des Bankensystems zuzüglich dem Zentralbankgeldbestand der Kreditinstitute auf Konten bei der Zentralbank (sog. „Geldbasis“), vgl. <https://www.geld-und-geldpolitik.de/banken-und-buchgeld-kapitel-3.html>

⁹ Vgl. Prof. Dr. Hans-Werner Sinn: <https://www.youtube.com/watch?v=i04Rtz1wQek>

¹⁰ Vgl. <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/222901/umfrage/bruttoinlandsprodukt-bip-in-der-europaeischen-union-eu/>

¹¹ Zum Beispiel Prof. Dr. Hans-Werner Sinn Weihnachtsvorlesung 2020, vgl. <https://www.hanswernersinn.de/de/themen/inflation>, oder <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/oekonomen-warnen-vor-dauerhafter-inflation-17878713.html>

Weiterentwicklungen durch Fisher und Friedman seit mehr als einem Jahrhundert wissenschaftlich belegt¹². Auch wenn eine anwachsende Geldmenge nicht gleich zu einem Anstieg der Verbraucherpreise führen muss¹³, da sich zunächst sogenannte „Liquiditätshorte“ füllen könnten, so ist sie dennoch die grundlegende Basis für Inflation. Unser Bundesverband warnte bereits im Jahr 2017 vor den Risiken einer Zinswende¹⁴. Die Pandemie, die Lieferkettenproblematik, der Fachkräftemangel und der Ukraine-Krieg waren zur Entfaltung der nun vorherrschenden Inflation nur noch die perfekten „Zündfunken“ für das über Jahrzehnte aufgefüllte, nun überlaufende „Ölfass“ der Geldmenge.

Auch die Vertreter der sog. „Modern Monetary Theory“ (MMT) sind mittlerweile weitestgehend verstummt. Diese Theorie besagt im Wesentlichen, dass Staaten durch eine expansive Fiskalpolitik unbegrenzt neues Geld schaffen können, um damit Vollbeschäftigung zu schaffen. So proklamierte einst Stephanie Kelton¹⁵, eine der führenden Vertreterinnen der MMT, *„für Staaten, die ihre eigene Währung haben, ist die Zahlungsfähigkeit grenzenlos.“* Das „Märchen“ der MMT¹⁶ ist mittlerweile zu Ende, der „Geist der Inflation ist aus der Flasche“ und nur noch schwer zu bändigen.

2.) Viele Marktteilnehmer folgten scheinbar eher Prognosen statt Risikoszenarien

Der Mensch tendiert dazu, eine gerade vorherrschende Situation für die Zukunft fortzuschreiben. So ist dies auch im Falle der Niedrig- und Negativzinsphase in den Jahren 2015 bis 2020 häufig geschehen. In dieser Zeit häuften sich Prognosen, die keine Inflation vorhersagten und von weiter niedrigen Zinsen ausgingen. So meinte das Institut der deutschen Wirtschaft (IW), der Zins bliebe *„mindestens bis 2050 niedrig“*¹⁷, oder der Vermögensverwalter Schroders äußerte *„auch wenn die Weltwirtschaft eines Tages von Covid-19 befreit wird, werden die Zinsen noch lange Zeit bei oder um Null liegen.“*¹⁸. Ein renommierter Professor der Volkswirtschaft an der Universität Hamburg sprach Ende 2020 noch gar von *„auch die Realität zeigt weit und breit keine Indizien für einen bedrohlichen Kaufkraftverlust des Bargeldes.“*¹⁹

Eine Prognose abzugeben, ist beim Management von Risiken selbstverständlich erlaubt. Sie sollte allerdings keine wesentliche Entscheidungsgrundlage sein. Denn: Risikosteuerung erfolgt prognosefrei, dies war auch zu Zeiten der Lehman-Krise 2008 bereits eine wichtige Erkenntnis²⁰. Jeder darf natürlich eine Meinung, eine Prognose haben und formulieren. Eine Meinung kann auch ein Szenario sein. Aber nicht jedes Szenario ist eine Meinung. Und eine Prognose muss stets innerhalb der definierten

¹² <https://de.wikipedia.org/wiki/Quantitätstheorie>

¹³ Vgl. Dr. Ingo Sauer, Goethe University Frankfurt, Vortrag am 22.11.2022, Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V., „Die Lehren von 1923: (Stark) Simplifizierte Herleitung der Insolvenzrisiken für EZB und Bundesbank“, <https://boez.org/downloads-fuer-mitglieder/>

¹⁴ Vgl. Fachinformation 02/2017 „Die Zinswende kommt“

¹⁵ Vgl. https://de.wikipedia.org/wiki/Stephanie_Kelton

¹⁶ Vgl. https://www.focus.de/finanzen/boerse/gastkolumne-mmt-das-maerchen-der-unbegrenzten-geldschoepfung-ohne-konsequenzen_id_10927940.html

¹⁷ Beispiel: <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/der-zins-bleibt-mindestens-bis-2050-niedrig-15940294.html>

<https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/der-zins-bleibt-mindestens-bis-2050-niedrig-15940294.html>

¹⁸ Vgl. <https://www.schroders.com/de-ch/ch/vermögensverwaltung/insights/null-warum-die-zinsen-niedrig-bleiben-werden/>

¹⁹ Vgl. <https://www.welt.de/wirtschaft/article223072908/Die-Inflation-ist-tot-Wir-stehen-an-der-Schwelle-zum-Deflationszeitalter.html>

²⁰ Vgl. <http://www.handelsblatt.com/meinung/gastbeitraege/konjunktur-warum-prognosen-die-krise-verschaerft-haben-seite-3/3138716-3.html>

Risikoszenarien liegen. Eine adäquate Risikosteuerung erfolgt stets meinungsfrei und Szenarioanalysen gelten seit Langem als anerkannte Risikomessverfahren²¹.

3.) Fehler in der Risikomessung und -absicherung

Aber auch wenn Prognosen keine Rolle spielen, werden in der Risikosteuerung oft Fehler gemacht. So verwenden beispielsweise Banken in ihrer Risikobemessung statt einfacher Szenarioanalysen bis heute Value-at-Risk-Modelle²², meist mit Konfidenzniveaus von 99,0²³ bis 99,9 Prozent²⁴. Auch wenn diese Risikomodelle technisch bis ins Detail ausgereift sind und sich sehr viele Mathematiker und Finanzleute damit beschäftigen, wird oft übersehen, dass bei der Value-at-Risk-Analyse gerade Extremereignisse nicht betrachtet werden können, die für das Überleben der Bank oder des Unternehmens unter Umständen hochrelevant sind. Denn ein Konfidenzniveau von 99,9 Prozent bedeutet vereinfacht ausgedrückt, dass zwar von 10.000 Flugzeugen 9.990 Flugzeuge (99,9 Prozent) sicher an ihr Ziel kommen. Allerdings bedeutet dies auch, dass zehn von ihnen abstürzen!

Der Zinsanstieg an den Geld- und Kapitalmärkten im Jahr 2022 war ein Ereignis, das selbst durch außerordentlich hohe Konfidenzniveaus nicht abgedeckt war. Viele Marktteilnehmer wurden folglich durch dieses Ereignis „auf dem falschen Fuß erwischt“. Einige waren beispielsweise noch massiv in langlaufenden Anleihepapieren investiert, wie der Fall der Silicon Valley Bank eindrucksvoll zeigt²⁵. Der Value-at-Risk wird folglich gelegentlich auch als „Schönwetter-Risikomaß“ bezeichnet²⁶. Für gutes Wetter, für Schlechtwettertage und für manchen stürmischen Tag ist er geeignet. Für die extremen Ereignisse, die es in der Vergangenheit noch nicht gab und die sich zu existenzgefährdenden Risiken entwickeln, taugt er nicht.

Weitere Fehler waren begründet in der nicht vorhandenen oder ungenügenden Absicherung von Risiken. Selbst wenn man sich einem hohen Zinsrisiko bewusst ist, folgt daraus noch lange nicht zwangsläufig, dass dieses auch effektiv und nachhaltig abgesichert wird. Wie lässt es sich erklären, dass beispielsweise in der Muster-Dienstanweisung des Deutschen Städtetages für Finanzinstrumente „Produkt-Limite“ aufgeführt sind²⁷? Derivative Finanzinstrumente sichern, wenn sie die Voraussetzungen als Sicherungsinstrumente erfüllen, effektiv Zinsänderungsrisiken ab. Es macht keinen Sinn, bewährte Instrumente, die rein der Sicherung dienen, zu limitieren. Die genannten Limite können folglich nur für strukturierte Produkte gelten, die nicht der Absicherung dienen.

²¹ Vgl. Vgl. S. 248

Hannemann/Schneider, Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), Schäffer-Poeschel Stuttgart, 2011

²² Vgl. <https://www.gabler-banklexikon.de/definition/value-risk-var-62156>

²³ So waren beispielsweise vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht im Jahr 1997 noch 99 Prozent Konfidenzniveau gefordert und als ausreichend angesehen, vgl. <https://www.wiwi.uni-wuerzburg.de/fileadmin/12020400/2019/marktpreisrisiken.pdf>

²⁴ Vgl. S. 16,

<https://www.bundesbank.de/resource/blob/776116/834cba8aabed5da0cce492fba41d5dbb/mL/sicherstellung-risikotragfaehigkeit-data.pdf>

²⁵ Vgl. <https://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/silicon-valley-bank-ist-pleite-wir-erleben-die-schattenseiten-der-zinswende-a-9c545227-e5c1-454f-ba62-65332fed16d9>

²⁶ Vgl. <https://www.risknet.de/wissen/rm-methoden/value-at-risk/>

²⁷ Muster-Dienstanweisung des Deutschen Städtetags für den Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten im kommunalen Zins- und Schuldenmanagement, Stand: Juni 2015, Ziffer 5.4

Darüber hinaus ist festzustellen, dass immer wieder versäumt wird, das Gesamtrisiko der Kommune zu messen. So sollten in der Messung der Zinsänderungsrisiken der Kommune auch die Risiken von Eigenbetrieben oder -gesellschaften mit einfließen. Nur wenn das gesamte, wirtschaftliche Zinsänderungsrisiko der Gemeinde bekannt ist, kann eine zielgerichtete und vollständige Absicherung der Risiken erfolgen.

4.) Wie geht es weiter und werden die Fehler der Vergangenheit wiederholt? Ein Ausblick

Das „Ölfass“ mit der überbordenden Geldmenge ist immer noch da. Und es wird weiter gefüllt mit Mindestlöhnen, Bürgergeld, „Sondervermögen“, Heizungssubventionen etc. All diese staatlichen Leistungen wirken grundsätzlich inflationsfördernd²⁸. Dazu kommen die Lohnabschlüsse in letzter Zeit von etwa fünf bis über zwölf Prozent, die nach der klassischen Inflationslehre Zweitrundeneffekte heraufbeschwören²⁹. Und geraten Banken in Schwierigkeiten, wie die First Republic Bank in den USA oder die Credit Suisse in der Schweiz, werden neue Kreditprogramme und Geldmittel zur Verfügung gestellt, um diese Banken zu retten³⁰.

Und schon wieder wird vorhergesagt, dass die Zinsen sinken werden^{31,32}. Wie schon ausgeführt wurde, sind Prognosen legitim, man kann sie anstellen. Allerdings sind sie gefährlich, wenn sie zur wesentlichen Grundlage der Risikosteuerung werden. An den Zinsmärkten wird in einigen Laufzeitbereichen wieder eine „heile Welt“ gehandelt, was scheinbar auch manchen Volkswirtschaftler zur Vorhersage sinkender Zinsen verleitet. So notiert der Forwardzinssatz³³ des 6-Monats-EURIBORS auf lange Sicht bereits wieder bei rund 1,5 Prozent³⁴, und damit weit unter dem aktuellen Zinssatz von rund 3,6 Prozent.

Dass diese Inversität³⁵ auf eine Sondersituation zurückzuführen ist, wird gleichsam nicht erkannt. Hintergrund für die Inversion der Zinssätze ist im Wesentlichen, dass sich an den Geldmärkten mittlerweile die Liquiditätsprobleme vieler Marktteilnehmer, wie zum Beispiel der US-Banken, bemerkbar machen. Dies lässt die kurzfristigen Zinsen steigen, da vermehrt Gelder in diesem Laufzeitbereich zur Überbrückung von Liquiditätslücken nachgefragt werden. Die Zinssätze im kurzen Laufzeitbereich steigen, das lange Zinsende reagiert nicht im gleichem Maße³⁶. Inverse Zinskurven sind allerdings instabil und haben regelmäßig nicht allzu lange Bestand an den Zinsmärkten, da ähnlich wie bei einer Arbitrage Zinsunterschiede ausgenutzt werden können („langes Geld kostet weniger als kurzes“). Eine ähnliche, inverse Situation wie heute konnten

²⁸ Vgl. <https://www.ifo.de/pressemitteilung/2022-09-09/erhoehung-des-mindestlohns-laesst-preise-steigen>

²⁹ Vgl. <https://de.wikipedia.org/wiki/Zweitrundeneffekt>

³⁰ Vgl. <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/banken/bankenkrise-vertrauenskrise-bei-der-first-republic-groesser-als-gedacht/29112572.html>

³¹ Vgl.

https://www.diw.de/de/diw_01.c.864815.de/ezb_koennte_schon_bald_gezwungen_sein_die_zinsen_wieder_zu_senken.html

³² Vgl. <https://www.businessinsider.de/wirtschaft/finanzen/ab-2024-koennten-die-zinsen-wieder-sinken-sagen-analysten-von-goldman-sachs-jp-morgan-und-der-deutschen-bank-in-einer-umfrage-b/>

³³ Vgl. <https://www.deltavalue.de/forward-rate/>

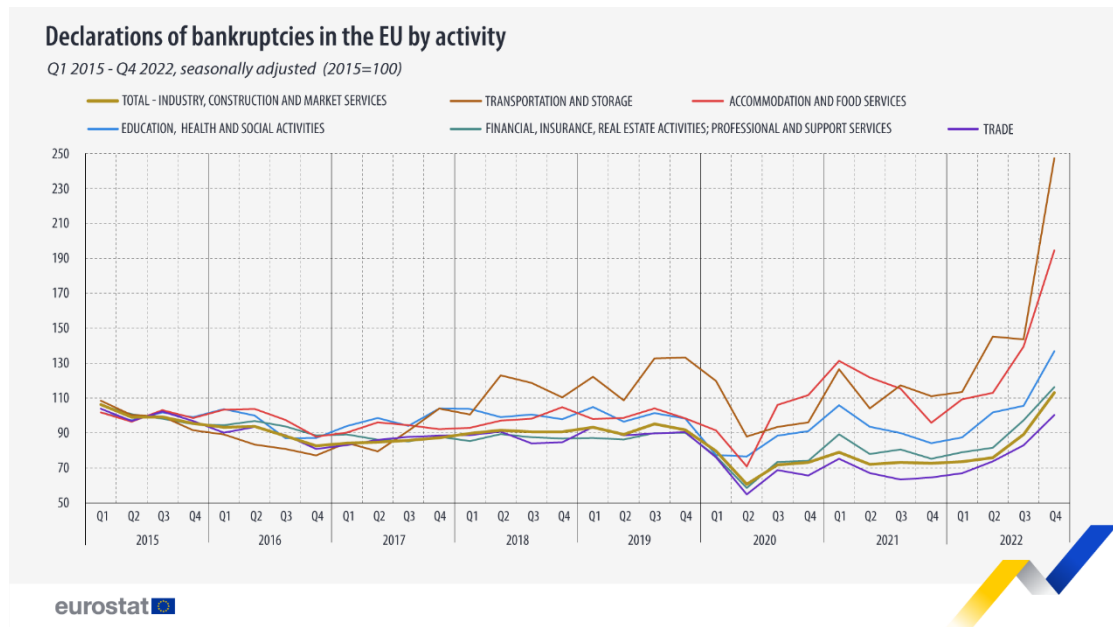
³⁴ Eigene Berechnung; Ableitung aus der Kassazinskurve mittels Bankensteuerungssoftware

³⁵ Zinssätze für kurze Laufzeiten liegen über den Zinssätzen für längere Laufzeiten, vgl. <https://www.gabler-banklexikon.de/definition/inverse-zinsstruktur-58990>

³⁶ Vgl. <https://www.ifo.de/stellungnahme/2023-04-04/ifo-standpunkt-246-das-aktuelle-bankenbeben>

wir in den 80er Jahren in den USA beobachten, als die Inflation schließlich rund 15 Prozent betrug und der Leitzins auf über 20 Prozent angehoben werden musste³⁷.

Vieles deutet darauf hin, dass der Trend steigender Zinsen noch lange nicht zu Ende ist. Der Inflationsdruck wird mit hoher Wahrscheinlichkeit weiter anhalten. Auf der einen Seite ist die Geldmenge weiterhin auf einem exorbitanten Niveau. Auf der anderen Seite reduziert sich das Warenangebot, wenn immer mehr Unternehmen in Schwierigkeiten geraten. Seit dem Jahr 2022 ist ein deutlicher Anstieg der Unternehmensinsolvenzen in der EU zu verzeichnen:



Unternehmen, die die langanhaltende Phase steigender Preise und Kosten überstehen, werden aller Voraussicht nach einen Preisüberwälzungsspielraum erhalten, wenn allmählich Konkurrenten vom Markt verschwinden.

Auch die Europäische Zentralbank betont, dass der steigende Zinstrend noch nicht zu Ende sein wird. Die Präsidentin der EZB, Christine Lagarde, erwähnte in der Pressekonferenz zum letzten Zinsentscheid am 4. Mai 2023 „Wir haben noch viel vor uns, und wir werden nicht innehalten. Das ist ganz klar.“³⁸. Und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht warnte bereits am 23. Januar 2023 in ihrem Bericht „Risiken im Fokus der BaFin 2023“ vor den Gefahren eines „erneuten Zinsschocks“.³⁹.

³⁷ Vgl. https://de.wikipedia.org/wiki/Paul_Volcker

³⁸ Vgl. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-05-04/ezb-verlangsam-straftung-signalisiert-aber-weitere-schritte>

³⁹ „Ein erneuter Zinsschock ist aus Sicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zu einem der größten Risiken für den Finanzsektor geworden.“, vgl. https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Fokusrisiken/2023_Fokusrisiken.html

Fassen wir zusammen: Oft setzt man sich mit Risiken erst auseinander, wenn diese eintreten. Dies war schon beim Untergang der Titanic so. Man verlässt sich zu sehr auf Vorhersagen, die in der Vergangenheit wiederholt falsch waren. Des Weiteren wurde die Geldmenge jahrelang zu Niedrig- und Negativzinsen exorbitant aufgebaut. Dies wirkte auf die Weltwirtschaft wie Drogen zum Nulltarif. Nun wurde der Preis für die Drogen erhöht und es wird zunehmend sichtbar, wer abhängig von Drogen ist.

Eine effektive Zinssteuerung zur Absicherung von Zinsänderungsrisiken muss frei von Prognosen sein, die Risiken sind anhand einfacher, dafür effektiver Szenarioanalysen zu messen und die wesentlichen und existenzgefährdenden Risiken sollten abgesichert werden!

Heinz Reich

Zweck des Bundesverbands öffentlicher Zinssteuerung e.V. seit seiner Gründung im Jahr 2012 ist die Förderung der Berufsbildung zum Zins- und Schuldenmanagement und zu finanzmathematischen Fragestellungen bei Zinssteuerungsmaßnahmen, insbesondere bei der öffentlichen Hand, sowie die Schulung zu dieser Thematik.

Dieser Zweck soll in erster Linie erreicht werden durch:

- eine systematische, wissenschaftlich-universitär begleitete Untersuchung des Fachgebietes des Zins- und Schuldenmanagements, insbesondere der Zinssteuerung.
- Veröffentlichung der Untersuchungsergebnisse und Erarbeitung von Zinssteuerungsstrategien.
- Durchführung von Seminaren und Kolloquien zur Behandlung von Fragestellungen zum Zins- und Schuldenmanagement und zur Zinssteuerung und deren finanzmathematischem Hintergrund zur Weiterbildung vorwiegend von Finanzverantwortlichen der öffentlichen Hand, jedoch offen für alle Vertreter von Institutionen, die mit Zinsänderungsrisiken befasst sind.
- Informationsvermittlung und Aufklärung an Aufsichtsorgane, Prüfungsorganisationen.
- Zusammenarbeit mit öffentlichen und privaten Aufsichtsorganen, Prüfungsorganisationen und Verbänden.
- Zusammenarbeit mit Initiativen ähnlicher Zielsetzung.

www.bundesverband-zinssteuerung.org