tailormade
asset management

Zinsen und Spreads

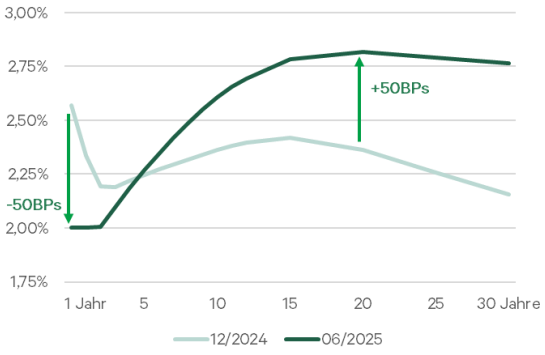
Metis Insights 06/2025

Lukas Feiner
Managing Director
Metis Invest GmbH

Euro Zinslandschaft ist wieder „normal“

... let’s take a ride on the yield cuve

Neben dem Trump’schen Ausnahmezustand bleibt eine wichtige Marktbeobachtung im ersten Halbjahr 2025 die Rückkehr der europäischen Zinslandschaft zur Normalität. Eine „normale“ Zinskurve ist steigend bzw. steil., denn längere Zinsbindung verringert die Flexibilität und Liquidität und dieses Risiko sollte durch einen höheren Zins abgegolten werden. Nachdem Friedrich Merz mit seinem 100 Milliarden Paket die deutsche Schuldenbremse aushebelte, kletterten die längerfristigen Zinsen im Euroraum deutlich nach oben. Zugleich senkte die EZB den Leitzins im Juni zum achten Mal und halbierte damit den kurzfristigen Einlagenzins für Banken, als wichtigste Referenzgröße zur Kreditvergabe, von 4,0 auf zuletzt 2,0%.

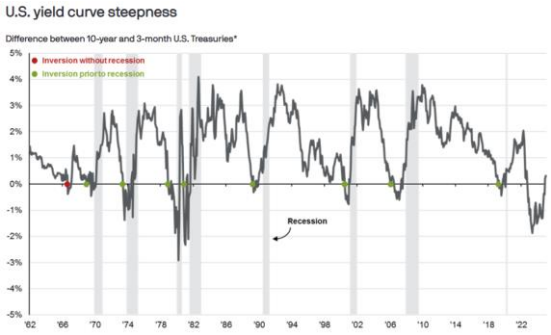


Euro Swapkurve normalisiert sich
Eigene Darstellung, Daten: Bloomberg (per 30.06.2025)

Neben attraktiven Kupons gibt es nun also auch wieder eine Laufzeitenprämie zu verdienen. Das „Reiten“ der Zinskurve („*riding the yield curve*“) bzw. das Herunterrollen entlang der Kurve („*roll down the curve*“) wird wieder zur erfolgsversprechenden Anlagestrategie, die wir nachfolgend näher beleuchten möchten.

Inverse Zinskurve diese Mal kein Krisenindikator?

Eine inverse Zinskurve, entlang derer kürzere Zinsen höher sind als langfristige, ist nicht intuitiv und sollte dementsprechend selten vorkommen. In der Praxis wird diese Anomalie gerne als Krisenindikator herangezogen und tatsächlich zeigt der Blick in die Historie des US Marktes der letzten 60 Jahre, dass acht von neun Inversionen in einer Rezession gemündet haben. Im Falle der US Subprime- und Finanzkrise 2007 ist der Zusammenhang logisch: hohe Zinsen haben US Hausbesitzer in den Ruin getrieben, der Rest ist Geschichte. Bei der Covid Pandemie oder den Ölkrisen der 70er Jahre braucht es mehr Fantasie, um einen Konnex zwischen dem Zinsumfeld und der Rezession herzustellen.



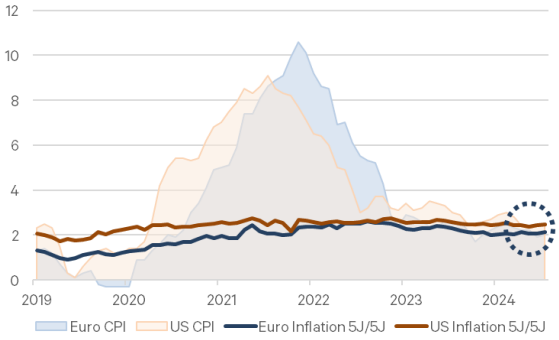
Zinskurve als Rezessionsindikator
Federal Reserve Bank of Chicago 2024

Offensichtlich haben wir dieses Mal den zweiten aus zehn Fällen erlebt, in denen die Zinspolitik die Wirtschaft nicht in die Rezession kippen ließ. Und dass, obwohl es einer der schärfsten Zinsstraffungszyklen ausgehend von einer ohnehin bereits hoch verschuldeten Ökonomie in den USA als auch in Europa war. Der Fed, BoE und EZB ist es gelungen die zweistelligen Inflationsraten im Jahr 2022 wieder einzufangen und gleichzeitig die langfristigen Inflationserwartungen wieder in einen handhabbaren Korridor zu bringen.

Inflationserwartungen und Staatschulden ohne Limit

Eben dieser Korridor scheint sich jedoch strukturell verschoben zu haben. Das Aufweichen der Schuldenbremse in Deutschland, die Budgetkrise in Frankreich

und der „big beautiful bill“ von Donald Trump werden von den Kapitalmärkten zunehmend kritisch beobachtet. Nicht nur die Staatsverschuldung, sondern vor allem die Zinslast steigt in den westlichen Industrieländern immer schneller, während das Wirtschaftswachstum kaum auf Touren kommt. Eine Konsequenz daraus ist, dass sich die Geldentwertung bei einem Überangebot von Staatsausgaben in Zukunft wieder beschleunigen könnte und die Kapitalmärkte entsprechend höhere Zinsen verlangen.



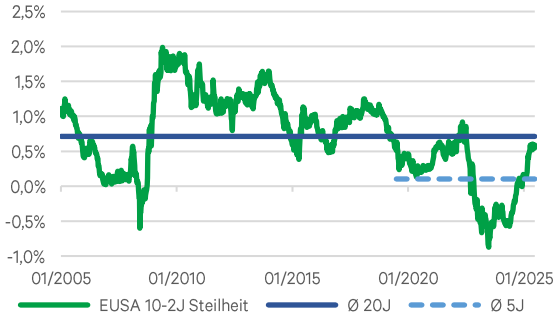
Inflation und Inflationserwartungen EU und USA
Eigene Darstellung, Daten: Bloomberg (per 30.06.2025)

Beides haben wir bereits gesehen, denn auch wenn die Euro Verbraucherpreise im Mai erstmals wieder unter die 2%-Marke gefallen sind, so haben sich längerfristigen Inflationserwartungen bei 2,15-2,25% verfestigt. In den USA sind es nach dem Jumbopaket von Trump sogar 2,5%, welche die Märkte in fünf Jahren für die darauffolgenden fünf Jahre einpreisen. In beiden Fällen geht der Markt also nicht davon aus, dass die Zentralbanken ihr Ziel einer Inflation „nahe jedoch unter 2%“ erreichen können. Vor allem die längerfristigen Anleiherenditen haben auf diese Entwicklungen empfindlich reagiert und notieren so hoch wie lange nicht mehr.

30-jährige Staatsanleiherenditen im Aufwärtstrend
Eigene Darstellung, Daten: Bloomberg (per 30.06.2025)

Eine steile Zinskurve und die Laufzeitenprämie

Die Steilheit der Zinskurve wird in der Praxis meist als Differenz zwischen zwei und zehnjährigen Zinsen ausgedrückt. Die Frage, welche Steilheit „normal“ ist, kann mit Blick auf die Historie hergeleitet werden. Während das Zinsdifferential in der Eurozone in den letzten 20 Jahren durchaus beträchtlich zwischen -1% und +2% schwankte, zeichnet sich im Durchschnitt eine mittlere Steilheit von 50-75 Basispunkten ab.



Differenz 10J-2J Euroswap als Steilheitsindikator
Eigene Darstellung, Daten: Bloomberg (per 30.06.2025)

Es zeigt sich zudem, dass die Eurokurve mit dem Null- und Negativzinsumfeld immer flacher geworden ist und sich dieser Trend erst in den letzten 12 Monaten nachhaltig umgekehrt hat. Aktuell liegt der zweijährige risikolose Zins bei rd. 2,0% und das zehnjährige Pendant bei 2,6%. Die resultierende Steilheit von rd. 60 Basispunkten liegt im Rahmen des historischen Durchschnitts und bietet damit wieder Möglichkeiten zur Laufzeitenoptimierung im Zinskurvenmanagement, welche wir nachfolgend im Detail diskutieren möchten.

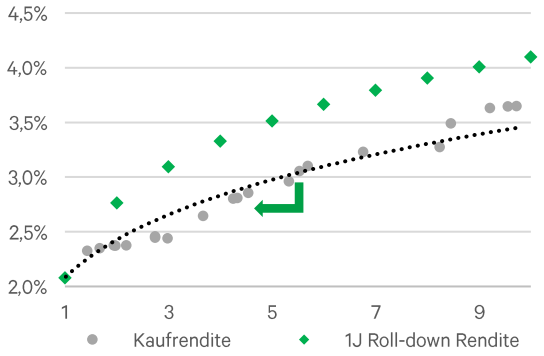
Durationsmanagement – zwischen Renditeoptimierung und Rodeoreiten

„Roll down the curve“ bzw. „riding the yield curve“ ist ein simples aber genauso wirksames Instrument, um die laufende Verzinsung von Anleiheinvestments je nach Zinsstruktur zu optimieren. Angenommen man möchte Geld für ein Jahr in Anleihen investieren, dann wäre es naheliegend, dies mit einem Laufzeit-äquivalenten Investment von genau einem Jahr abzubilden. Bei einer steilen Zinsstruktur könnte man jedoch auch ein Investment mit zweijähriger Laufzeit wählen und dieses nach einem Jahr wieder veräußern. Durch die Laufzeitenprämie ließe sich damit eine höhere Rendite

erzielen, vorausgesetzt das Zinsumfeld bleibt im Veranlagungszeitraum unverändert. In diesem Nachsatz steckt das Risiko der Strategie, die umso rentabler aber auch umso riskanter wird, je weiter man sich auf der Zinskurve nach oben bewegt. Man könnte bspw. auch ein zehnjähriges Papier wählen, um die Steilheit der Kurve noch stärker auszunutzen und dieses nach einem Jahr wieder verkaufen.

Mit Blick auf die eingangs dargestellte Eurozinskurve realisiert man beim zehnjährigen Investment eine Rendite von 2,6% pro Jahr, gegenüber dem einjährigen Zinssatz von rd. 2,0%. Zudem weiß man anhand der Zinsstrukturkurve, dass ein heute neunjähriges Investment eine Rendite von 2,55% erzielt. Das zehnjährige Papier hat in einem Jahr eine Laufzeit von neun Jahren und sollte entsprechend zu dieser Rendite von 2,55% gehandelt werden. Die erwartete Rendite-Einengung geht mit einem Preisanstieg einher, dem sogenannten „Rollgewinn". Das Ertrags- und Risikopotenzial des „Rollgewinns" steigt also je weiter man sich auf der Zinskurve nach oben bewegt und je länger der Investmenthorizont ist. Gleichzeitig steigt mit dem Investmenthorizont auch das Risiko, denn die Annahme einer unveränderten Zinsstruktur für zwei, drei oder vier Jahre ist in der Praxis nicht haltbar. Es handelt sich hierbei nicht mehr um ein *„buy-to-hold"* sondern um ein *„buy-to-sell"* Investment, dessen Endwert maßgeblich von der Zinsbewegung bis zum Fälligkeitszeitpunkt abhängt.

Nichtsdestotrotz ergeben sich aus der wiedergewonnenen Steilheit der Zinsstruktur Möglichkeiten für die aktive Positionierung im Rentenmarkt. So weisen die Renditekurven einzelner Emittenten im Unternehmensanleihenmarkt teils sehr unterschiedliche Laufzeitenprämien auf, sodass „extension ideas", also die bewusste Hereinnahme längerer Papiere mit dem Ziel Rollgewinne zu vereinnahmen, wieder attraktiv geworden sind. Der nachfolgende Chart stellt die Anleihenkurve des französischen Energieversorgers Engie SA dar. Aus der Reihe an liquiden Emissionen lässt sich eine relativ homogene Renditekurve sowie die darin implizierten Roll-Down-Renditen ermitteln. Der Rollgewinn leitet sich wie oben beschrieben aus der Erwartung ab, dass bspw. ein fünfjähriges Papier nach einem Jahr mit der Rendite des heute vierjährigen Papiers gehandelt werden sollte und daraus, bei einer steilen Zinskurve, ein positiver Mehrertrag lukriert werden kann.



Engie SA: Kaufrendite vs. 1-jährige Roll-Down-Rendite
Eigene Darstellung, Daten: Bloomberg (per 02.07.2025)

Wir haben diesen Rollgewinn für mehrere Emittenten synthetisch nachgerechnet und es zeigt sich dabei, dass der Roll-Down-Effekt neben der Laufzeitenprämie auch eine Kredit- bzw. Sektorprämie beinhaltet. So ist der potenzielle Rollgewinn für die mit BBB geratete Engie deutlich höher, als für eine BNP Paribas Bank mit höherer Kreditqualität (A+ Rating). Diese wiederum liegt als eher zyklisches Finanzinstitut über einem Vergleichsunternehmen mit A Rating aus dem Konsumgüterbereich wie dem Autobauer BMW.

Yield Pick-up 1-jähriger Roll-Down-Effekt

Laufzeit	BNP Paribas	BMW Finance	Engie SA
1	0,00%	0,00%	0,00%
2	0,30%	0,23%	0,34%
3	0,39%	0,28%	0,44%
4	0,43%	0,31%	0,50%
5	0,46%	0,33%	0,54%
6	0,48%	0,34%	0,57%
7	0,50%	0,35%	0,59%
8	0,51%	0,36%	0,60%

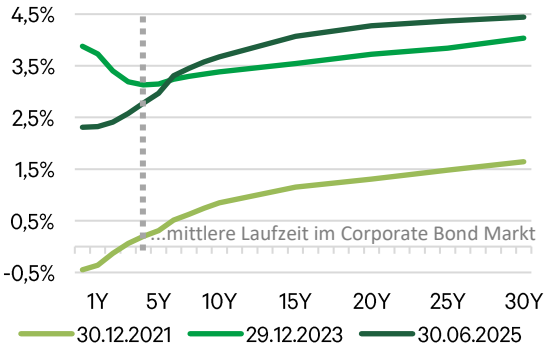
Mehrertrag von Roll-Down-Effekt bei 1-jähriger Haltedauer gegenüber Kaufrendite bis zur Endfälligkeit
Eigene Darstellung, Daten: Bloomberg (per 02.07.2025)

Es sei an dieser Stelle noch einmal betont, dass es sich bei den dargestellten Rollgewinnen nicht um risikolose Mehrerträge handelt, sondern damit eine Kompensation für zusätzliches Zinsrisiko einhergeht. Im Falle einer steilen Zinskurve wird dieses Risiko jedoch attraktiv kompensiert im Gegensatz zu einer annähernd flachen oder gar inversen Zinsstruktur.

tailormade asset management

Unser Ansatz - Zinskurvenmanagement im Corporate Bond Markt

Wir weisen stets auf die Mehrdimensionalität im Corporate Bond Management hin, wo wir danach streben die richtigen Unternehmen, im richtigen Sektor mit der richtigen Kreditqualität und der passenden Laufzeit zu selektieren. Letzteres beinhaltet neben der Durationssteuerung relativ zur Benchmark auch die oben ausgeführten Gedanken zur Laufzeitenprämie und dem Roll-Down-Effekt. Unsere Durationsmeinung ist stets mittel- bis langfristig und orientiert sich an der Benchmark. Eine Begrenzung der aktiven Abweichung auf rund ein Jahr nach oben oder nach unten sehen wir aus Risikogesichtspunkten sinnvoll, da eine falsche Zinspositionierung in Marktphasen wie 2022 den Mehrertrag aus der Titelselektion über Jahre hinweg aufzehren kann.

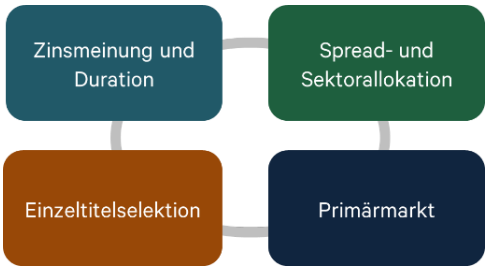


Euro Investment Grade Renditekurven im Zeitablauf
Eigene Darstellung, Daten: Bloomberg (per 30.06.2025)

Die aktuelle Renditelandschaft kommt uns in zweierlei Hinsicht entgegen. Zum einen macht das absolute Niveau der Zinskurve Anleiheinvestments so attraktiv wie lange nicht mehr. Zum anderen bietet die Steilheit der Kurve vor allem im Bereich zwischen drei und acht Jahren, wo die allermeisten Unternehmensanleihen emittiert werden, das Potenzial für Mehrerträge durch gezielte „extension ideas“ und das Rollen entlang der Kurve.

Dies erfolgt, wie bereits erwähnt, stets innerhalb der globalen Durationsmeinung, um das Zinsrisiko bewusst aktiv aber stets innerhalb der gesetzten Grenzen zu steuern. So stellen wir sicher, dass der Ritt entlang der Zinskurve nicht zum wilden Rodeo wird, sondern stets zu unserer Top-Down Positionierung passt.

Der Roll-Down Effekt bildet gewissermaßen die Brücke zwischen unserer Makropositionierung nach Zins- und Kreditprofil und der Einzeltitelselektion, wo wir je nach Unternehmen den optimalen Punkt entlang der Renditekurve suchen. Insofern sind wir froh darüber, dass die Zinsstrukturkurve nach fast drei Jahren wieder Opportunitäten zur Laufzeitenoptimierung bietet.



Eckpfeiler unseres Corporate Bond Management Ansatzes
Eigene Darstellung

Disclaimer

Dies ist eine Marketingunterlage der Metis Invest GmbH.

Der Inhalt dieses Dokuments richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Die Weitergabe an Privatpersonen ist nicht gestattet. Alle Angaben und Inhalte dieses Dokumentes sind ohne Gewähr, vertraulich und ausschließlich für den internen Gebrauch bestimmt. Jede unautorisierte Form des Gebrauches dieses Dokumentes, insbesondere dessen Reproduktion, Verarbeitung, Weiterleitung oder Veröffentlichung ist untersagt. Berechnungs- oder Rechenfehler und Irrtum vorbehalten. Informationen aus externen Quellen sind durch Quellenhinweise gekennzeichnet. Für deren Richtigkeit, Genauigkeit und Vollständigkeit können wir, auch wenn wir diese Informationen für verlässlich halten, weder Haftung noch irgendeine Garantie übernehmen.

Die vorliegende Studie wurde auf der Homepage der Metis Invest veröffentlicht und stellt somit einen geringfügigen, nicht finanziellen Vorteil im Sinne des Art. 11 DRL 2017/593 dar.

METIS INVEST GMBH
Conrad-von-Hötzendorf-Straße 84
8010 Graz, Austria

T: +43(0)316 20 81 00-0
F: +43(0)316 20 81 00-49

institutional@metisinvest.at
www.metisinvest.at

metis®