

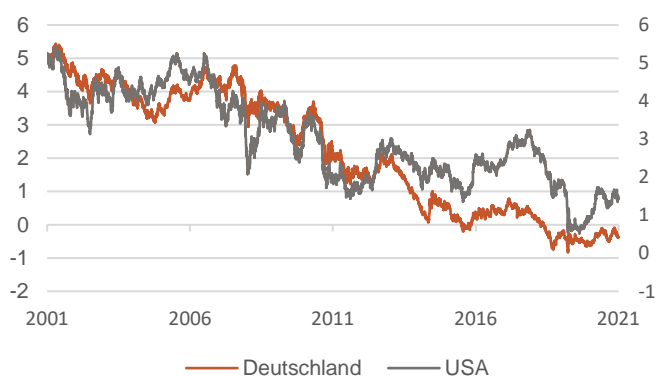


GUT VORBEREITET AUF DIE ZINSWENDE?

Moritz Paysen, Dr. Jörn Quitzau

Alle Jahre wieder: Die Zinswende kommt. Oder kommt sie doch nicht? Schon mehrmals haben die Rentenmärkte Anlauf genommen, den jahrzehntelangen Abwärtstrend zu drehen (Abb. 1). Doch zu einem dauerhaften Aufwärtstrend ist es bisher nicht gekommen. Dieses Mal dürfte es anders sein. Die Wahrscheinlichkeit für eine echte Zinswende ist ungleich höher – auch wenn die Omikron-Variante kurzfristig erneut für Unsicherheit sorgt und die Zinswende noch etwas hinauszögern kann. Den Unterschied zu den vergangenen Jahren macht die deutlich gestiegene Inflation aus.¹

Abb. 1: Kommt die Zinswende?



Renditen 10-jähriger Staatsanleihen in %. Quelle: Macrobond

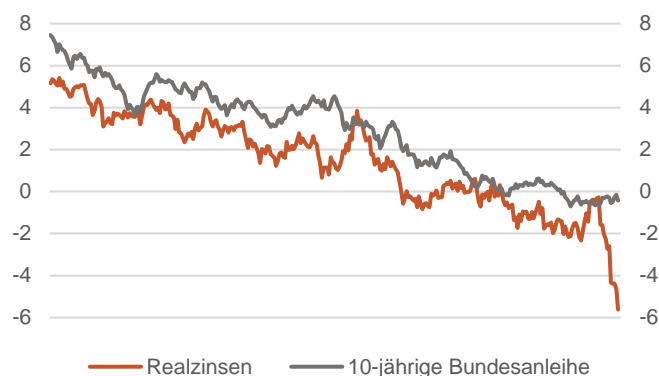
Höhere Preise führen üblicherweise auch zu höheren Zinsen. Die Investoren wollen für den Kaufkraftverlust kompensiert werden und verlangen einen Zinsaufschlag. Der starke Anstieg der Inflationsraten hat den Realzins (Nominalzins abzüglich Inflation) seit Jahresbeginn weit ins Minus gedrückt. Ende November „rentierte“ die zehnjährige Bundesanleihe mit rund $-5,6\%$. Nominalzins und Realzins klaffen wegen der hohen Inflation weit auseinander (Abb. 2). Auffällig ist, dass der Nominalzins dennoch kaum gestiegen ist. Anleger werden für den Kaufkraftverlust also nicht entschädigt.

¹ Zu den grundsätzlichen Bestimmungsfaktoren der Zinsen und einer möglichen Zinswende vgl. ausführlich Mayer, Martin, Pflüger, Wolfgang und Jörn Quitzau (2017), [Zinswende: Ein Stück Normalität](#), Berenberg Makro Trends.

Zentralbanken sichern bisher niedriges Zinsniveau

Dass die Zinsen bisher kaum gestiegen sind, liegt insbesondere daran, dass mit den Zentralbanken mächtige Käufer am Markt sind, die einen spürbareren Zinsanstieg verhindern. In den vergangenen Jahren konnten sie ihre expansive Geldpolitik ohne größere Bedenken treiben, weil die Preise stabil waren und keine Inflationsgefahr bestand. Nun aber schießen die Inflationsraten nach oben und zwingen die Zentralbanken regelrecht zu einer geldpolitischen Wende. Die amerikanische Zentralbank Fed hat im November begonnen, ihre Wertpapierkäufe zu reduzieren. Im Rahmen ihrer Dezember-Sitzung hat sie das Ende der Netto-Käufe für März 2022 signalisiert. Auch die anderen großen Zentralbanken werden ihre Käufe reduzieren und dem Markt somit weniger Liquidität zuführen. Die Bank of England hat sogar den ersten kleinen Zinsschritt nach oben gemacht. Damit wird der Weg für einen stärkeren Anstieg der Marktzinsen geebnet.

Abb. 2: Realzins stürzt ab



Realzins und 10-jähr. Bundesanleihe jeweils in %. Quelle: Macrobond

Auch die Konjunkturerholung, die wir für das nächste Jahr erwarten, spricht für steigende Zinsen. Zudem gelten amerikanische und deutsche Staatsanleihen als sichere Anlagehäfen, denen in unruhigen Zeiten Kapital zufließt – was den

Zins weiter drückt. Wenn sich die Lage nach der Corona-Pandemie normalisiert, werden die sicheren Häfen an Attraktivität verlieren. Der damit verbundene Kapitalabfluss trägt zu steigenden Zinsen bei.

Langfristige Aspekte

Die Abbildungen 1 und 2 zeigen, dass der Abwärtstrend der Zinsen begonnen hatte, lange bevor die Zentralbanken infolge der globalen Finanzkrise zu einer anhaltend expansiven Geldpolitik übergegangen sind. Die Zentralbanken sind also nicht allein verantwortlich für die Zinserosion. Eine wichtige Rolle spielen die international hohen Ersparnisse. Die ausgeprägte Sparneigung hängt auch mit der Demographie zusammen, denn die geburtenstarken Jahrgänge legen Geld für ihren Ruhestand zurück. Nun scheiden diese Jahrgänge altersbedingt nach und nach aus dem Erwerbsleben aus. Aus Arbeitskräften, die tendenziell sparen, werden Rentner, die ihre Ersparnisse tendenziell auflösen. Das Kapitalangebot sinkt dadurch auf längere Sicht, wodurch der Preis für Kapital – also der Zins – steigt. Da diese demographische Konstellation in vielen Industrienationen vorherrscht (wenn auch mit leicht versetztem zeitlichem Profil), könnte dies zu einem neuen, aufwärtsgerichteten Zinstrend führen.

Was bedeuten steigende Zinsen für Unternehmen?

Unternehmen nutzen Fremdkapital, um neue Investitionen zu tätigen oder Waren zu kaufen. Dieses Fremdkapital wird häufig von Banken zu einem flexiblen kurzfristigen Zinssatz (3 Monats-Euribor für Euro oder 3 Monats-Libor für USD²) zuzüglich der Kreditmarge (fester Prozentsatz) bereitgestellt.

Abb. 3: 3-Monats Euribor in %



Quelle: Bloomberg

Durch die fallenden Zinsen der letzten Jahre haben die Unternehmen von variablen 3-Monats-Euribor-Zinsen profitiert und ihre Zinslast deutlich reduzieren können. Seit Mitte 2015 notiert der 3-Monats-Euribor sogar unter 0 %. Im Jahr 2008 mussten die Unternehmen noch über 5 % plus Kreditmarge für eine variable Finanzierung ausgeben.

Das „billige Geld“ hat es für die Unternehmen leichter gemacht, Investitionen zu tätigen und durch die geringen Finanzierungskosten lohnten sich auch Geschäfte mit niedrigerer Rentabilität.

Sollten die Zinsen in den kommenden Jahren ansteigen, werden zwangsläufig die Finanzierungsbedingungen schlechter, was Einfluss auf die Realwirtschaft haben wird. Für viele Unternehmen besteht nun die Herausforderung, das niedrige Zinsniveau für die Zukunft zu sichern, um für den Fall einer Trendwende vorbereitet zu sein.

Welche Lösungen gibt es?

Grundsätzlich kann man die Lösungen für das Zinsmanagement in zwei Kategorien einteilen: Zinsversicherungen (z.B. Caps, Floors, Swaptions) und Zinstauschvereinbarungen (z.B. Zinsswaps). Bei Zinsversicherungen erwirbt man gegen Zahlung einer Prämie ein Recht, Zahlungen zu erhalten, sollte der Referenzzins (z.B. 3-Monats-Euribor) über (Cap) oder unter (Floor) einer Schwelle (Strike) notieren. Bei Zinstauschvereinbarungen handelt es sich um eine beidseitige Verpflichtung über den Austausch von Zinszahlung. Unternehmen tendieren zu Zinsswaps, wenn sie mit einer zeitnahen und signifikanten Zinssteigerung rechnen und zu Zinscaps³ wenn sie zwar nicht unbedingt mit einer Zinssteigerung rechnen, aber für den Fall abgesichert sein wollen.

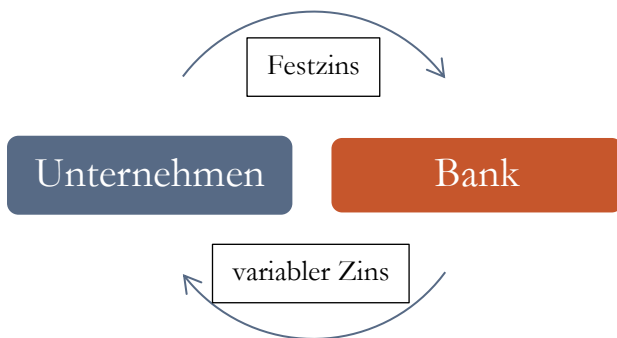
Der Zinsswap

Definition: Bei einem Zinsswap vereinbaren zwei Vertragsparteien den Austausch von unterschiedlichen Zinszahlungsströmen für eine bestimmte Laufzeit für einen bestimmten Kapitalbetrag. Im klassischen Fall tauschen die Vertragspartner einen variablen Zins gegen einen festen Zins, ohne dabei den zugrundeliegenden Kapitalbetrag bzw. Kredit auszutauschen.

² Der 3-Monats-USD LIBOR wird am 30.06.2023 auf den SOFR (Secured Overnight Financing Rate) umgestellt. Neukredite werden bereits ab 2022 auf SOFR Basis angeboten.

³ Es ist vergleichbar mit einer Unfallversicherung: Niemand möchte gerne einen Unfall haben – aber sollte der Fall trotzdem eintreten, ist es gut, gegen den Schaden versichert zu sein.

Abb. 4: Cashflow Zinsswap

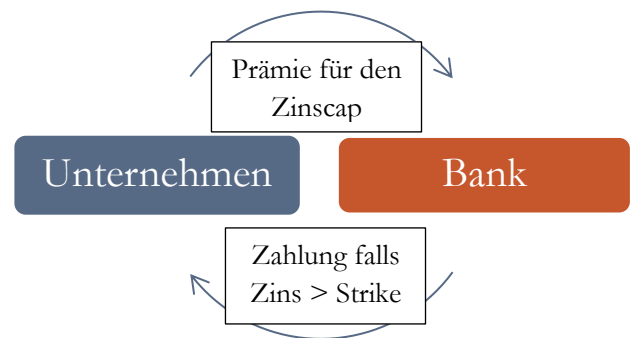


Motivation: Das Unternehmen hat einen Kredit mit variablen Zinsen, möchte diesen jedoch in einen Festzinssatzkredit tauschen, weil es steigende Zinsen erwartet und für die nächsten Jahre Planungssicherheit in der Liquiditätsteuerung gewährleisten will. Im aktuellen Marktumfeld lässt sich der variable 3-Monats-Euribor von aktuell ca. $-0,56\%$ in einen Festzinssatz von $-0,1\%$ für 5 Jahre tauschen (swappen). Die Bank trägt nach Abschluss das Zinsänderungsrisiko für den 3-Monats-Euribor und das Unternehmen hat für 5 Jahre einen synthetischen Festsatzkredit.⁴

Der Zinscap

Definition: Der Zinscap stellt eine Art Vereinbarung dar, die dem Käufer eine Obergrenze für seine variable Zinszahlung zusichert. Zinsbelastungen können bei einer variablen Verzinsung dadurch wie bei einer Festverzinsung begrenzt werden. Im Gegensatz zu einer Festverzinsung muss jedoch nicht auf die Kostenvorteile einer variablen Finanzierung verzichtet werden. Der Käufer des Zinscap zahlt zu Beginn eine Prämie. Sollte der Zins während der Laufzeit über dem Strike (Zinsobergrenze) liegen, ist die Bank zu Ausgleichszahlungen verpflichtet.

Abb. 5: Cashflow Zinscap



Motivation: Das Unternehmen hat einen Kredit mit variabler Verzinsung, möchte diese auch gerne behalten, sich jedoch für den Fall von steigenden Zinsen absichern. Das Unternehmen ist bereit, eine (Versicherungs-)Prämie zu zahlen, um sich gegen stärker steigende Zinsen abzusichern und hat somit eine feste Kalkulationsbasis falls die Zinsen steigen. Es partizipiert jedoch weiterhin an niedrigen Zinsen und behält die volle Flexibilität des variablen Kredits. Im aktuellen Marktumfeld würde ein Unternehmen beispielsweise für ein Zinscap über 10 Mio. EUR (Referenzzins: 3-Monats Euribor $-0,56\%$) mit einer Zinsobergrenze von 1% und einer Laufzeit von 5 Jahren 120 000 Euro und bei einer Zinsobergrenze von 0% 200 000 Euro bezahlen.⁵

Schlussfolgerung

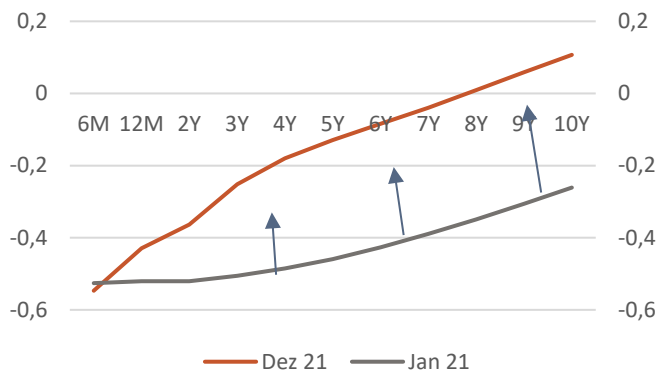
Obwohl die EZB eine Zinserhöhung wohl erst im Jahr 2024 für wahrscheinlich hält, erwarten wir die ersten Leitzinserhöhung im Jahr 2023. Auch die Zinskurve impliziert einen steigenden Zinspfad in den kommenden Jahren. Allein im Jahr 2021 hat sich die Zinskurve stark nach oben verändert, sodass sich die Kosten für eine Zinsabsicherung verdreifacht haben (Abb. 6). Nichtsdestotrotz sind die Zinsen auf einem historisch niedrigen Niveau und eine langfristige Zinsbindung zu attraktiven Konditionen ist immer noch möglich.

⁴ Sollte in den individuellen Kreditvereinbarungen eine Untergrenze (Floor) von 0% für den 3-Monats Euribor gelten, muss das bei einem Zinsswap berücksichtigt werden. In unserem Beispiel

würde sich der Zinssatz für 5 Jahre auf $0,3\%$ und bei 10 Jahren auf $0,7\%$ erhöhen.

⁵ In Prozentsätzen bedeutet das $0,24\%$ p.a. bzw. $0,4\%$ Mehrkosten durch den Kauf eines Zinscaps.

Abb. 6: Steilere Zinskurve



Quelle: Bloomberg

Welche Absicherungsmethode die Beste ist, hängt von den individuell bestehenden Kreditvereinbarungen, vom Geschäftsmodell und dem Risikoappetit des Unternehmens ab. Unternehmen mit hohem Kreditexposure müssen ein besonderes Augenmerk auf das Zinsmanagement legen.



Makro-Team

Chefvolkswirt

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.de

Hamburg

Dr. Jörn Quitzau
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

London

Guidogiorgio Bodrato
+44 20 3753 - 3273 | guidogirogio.bodrato@berenberg.com

Salomon Fiedler

+44 20 3753 -3067 | salomon.fiedler@berenberg.com

Kallum Pickering

+44 20 3465 -2672 | kallum.pickering@berenberg.com

New York

Dr. Mickey Levy
+1 646 949 -9099 | mickey.levy@berenberg.com

Themenseite Volkswirtschaft

<https://www.berenberg.de/volkswirtschaft/>

Berenberg Makro erscheint
zu folgenden Themen:

Geld & Währung

Konjunktur

► Trends

www.berenberg.de/publikationen

Wichtige Hinweise: Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 17.12.2021

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
www.berenberg.de
info@berenberg.de