



Die Zinswende ist da - kommunale Zinssicherung wichtiger denn je!

Bleiben die Zinsen längere Zeit auf niedrigem Niveau?

In den letzten Monaten war wiederholt in den Medien zu lesen, dass die Zinsen für längere Zeit nicht mehr ansteigen könnten und auf dem derzeit niedrigen Niveau verharren müssten.¹ Die Europäische Zentralbank (EZB) könne die Zinsen u.a. deshalb nicht erhöhen, weil die Südländer höhere Zinsen nicht verkraften würden.² Dies trifft allenfalls auf den kurzfristigen Zins, insbesondere den Geldmarktbereich³ zu. Der Kapitalmarkt, von diesem spricht man in der Regel bei Laufzeiten über einem Jahr,⁴ zeigt jedoch ein anderes Bild. Er wird durch die massiven Anleihekäufe der EZB⁵ derzeit zwar noch beeinflusst, von einem sinkenden bzw. konstanten Zinstrend kann hier hingegen keine Rede mehr sein. Deutlich wird der Zinsanstieg bei einer Chartanalyse, beispielweise des zehnjährigen Swap-Zinssatzes (vgl. Abbildung 1).



Abbildung 1: Zinsentwicklung seit dem Jahr 2000 (Quelle: vwd)

¹ <http://www.spiegel.de/wirtschaft/ezb-warum-die-zinsen-niedrig-bleiben-muessen-gastbeitrag-a-1151402.html>

² <https://diepresse.com/home/meingeld/5282883/Die-Zinsen-bleiben-wohl-bis-2019-niedrig>

³ <https://de.wikipedia.org/wiki/Geldmarkt>

⁴ <https://de.wikipedia.org/wiki/Kapitalmarkt>

⁵ https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichtsauftaetze/2017/2017_01_anleihekaeufe_eurosystem.pdf?__blob=publicationFile

Was lässt sich aus dem Chart ablesen? Nach der Lehman-Pleite im Jahr 2008 senkten die internationalen Notenbanken auf breiter Front die Leitzinsen. Infolge dessen sanken auch die langfristigen Zinsen in Deutschland in einem deutlich erkennbaren Trendkanal. Die Tiefpunkte im Zehnjahres-Swapzins konnten im März 2015 mit 0,54 Prozent und August 2016 mit 0,25 Prozent festgestellt werden. Mittlerweile notiert der langfristige Zinssatz nach einem Anstieg ab Ende 2016 wieder bei rund 0,9 Prozent.

Unverkennbar ist, dass der zehnjährige Zins bereits seit circa einem Jahr den langjährigen Trendkanal verlassen hat, man spricht in diesem Zusammenhang in der Charttechnik von „ausgebrochen“, und sich sukzessive weiter nach oben bewegt.

Halten wir fest: Zu Beginn des Jahres 2017 ist der langfristige Zins aus einem rund zehnjährigen, langfristigen Abwärtstrend nach oben ausgebrochen.

Es gibt darüber hinaus weitere, augenfällige Indizien, die eine nachhaltige Zinstrendwende in der Zukunft anzeigen. Bereits mit einer Fachinformation im Frühjahr 2017⁶ hatten wir darauf hingewiesen, dass ein Zinstrendwechsel zunehmend wahrscheinlicher wird.

Warum wird der Zins am Kapitalmarkt steigen? Dafür sprechen aus unserer Sicht vor allem nachfolgende Anzeichen:

- Die amerikanische Notenbank hat die Leitzinsen (= Geldmarkt) seit dem Jahr 2016 bereits um über ein Prozent erhöht (vgl. Abbildung 2). Sie setzt im Unterschied zur Europäischen Zentralbank die Normalisierung ihrer Geldpolitik fort und hat signalisiert, drei weitere Leitzinserhöhungen im Jahr 2018 folgen zu lassen.⁷ Experten rechnen damit, dass bis Ende 2019 der US-Leitzins auf ein Niveau von rund drei Prozent weiter steigen könnte.⁸ Sollte die Europäische Zentralbank ihren Leitzins bis dahin auf dem Rekordniveau von Null Prozent belassen, läge der Renditevorteil des US-Dollars im Geldmarkt bei drei Prozent pro Jahr gegenüber dem Euro. Dies ließe sich schwerlich durchhalten, denn die Folge wäre ein markanter Abzug von Anlagegeldern aus Europa Richtung USA. Dem kann nur durch steigende Zinsen in Europa gegen gesteuert werden.

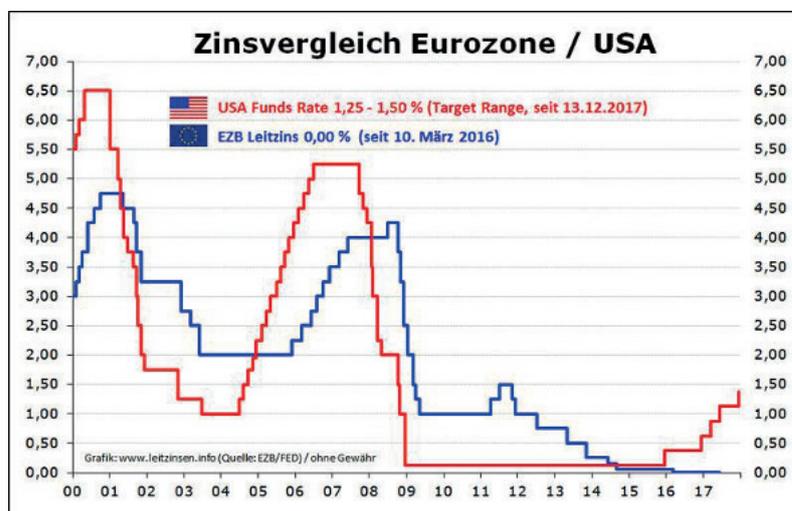


Abbildung 2: Leitzinsen Eurozone und USA

- Am Kapitalmarkt besteht bereits jetzt ein hoher Zinsvorteil für US-Dollar-Anlagen. So rentiert beispielsweise die zehnjährige US-Staatsanleihe bei rund 2,65 Prozent⁹ und damit über zwei Prozent über einer vergleichbaren deutschen Bundesanleihe.¹⁰

⁶ Fachinformation Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V., „Die Zinswende kommt!“, 28.04.2017

⁷ <https://www.wallstreet-online.de/nachricht/10133357-us-notenbank-signalisiert-zinserhoehungen-2018>

⁸ <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/us-notenbank-sie-praegte-den-boom-der-us-wirtschaft-und-muss-trotzdem-gehen-1.3790084-2>

⁹ <http://www.finanzen.net/zinsen/10j-US-Staatsanleihen>

¹⁰ www.finanzen.net/zinsen/10j-Bundesanleihen

- Die von den USA eingeleitete historische Steuerreform¹¹ wird zu Mindereinnahmen von ca. 2 bis 2,2 Billionen US-Dollar führen¹² und die Verschuldung noch weiter nach oben treiben; diese hohe Verschuldung wird sich nur über attraktiv hohe Zinsen refinanzieren lassen; d.h.: Zinsdruck nach oben.
- Die US-Notenbank löst sich seit 2016 sukzessive von der Politik des „lockeren Geldes“, wie diese vom früheren (2006-2014) Notenbankchef Ben Bernanke eingeführt wurde. Bernanke stand aufgrund seiner Studien der Weltwirtschaftskrise 1929¹³ auf dem Standpunkt, dass höhere Zinsen und unzureichende Liquidität die Ursache für schwere Wirtschaftskrisen sind, weshalb er ab 2008 aggressiv die Zinsen senkte und für Milliarden Anleihen aufkaufte.¹⁴ Offensichtlich orientiert die US-Notenbank ihre Politik unter neuen Gesichtspunkten.
- Überraschend erscheint die Kehrtwendung der US-Notenbank, wenn man die Entwicklung der amerikanischen Staatsschulden betrachtet. Diese liegen heute auf einem wesentlich höheren Niveau als zu Zeiten der Weltwirtschaftskrise 1929. Welcher hoch verschuldete Schuldner würde für sich selbst die Zinsen erhöhen und damit sich selbst höhere Zinsausgaben bescheren, wenn das „Wasser bereits bis zum Hals steht“ (vgl. Abbildung 3)? Hier zeigt sich die veränderte Notenbankpolitik nach Bernanke.
- Ein weiterer Anhaltspunkt für die veränderte Notenbankpolitik ist das Verhalten institutioneller Marktteilnehmer: Die Zinsdifferenz zweier Länder hat regelmäßig Einfluss auf den Wechselkurs. Wenn das Zinsniveau in einem Land höher ist, fließt Kapital dorthin und die Nachfrage nach dessen Währung nimmt zu.¹⁵ Im Falle des US-Dollars zum Euro ist derzeit allerdings auffällig, dass trotz der Leitzinserhöhungen und des recht hohen Zinsspreads der US-Dollar zum Euro tendenziell eher abwertet als aufwertet (EUR/USD 1,22 aktuell zu 1,04 im Dezember 2016); der US-Dollar erfährt derzeit nicht die Nachfrage, die aufgrund der höheren Zinsen zu erwarten wäre; Grund: Die protektionistische Handelspolitik der USA, die steigenden Defizite sowie eine zurückgehende Nachfrage als globale Refinanzierungswährung.

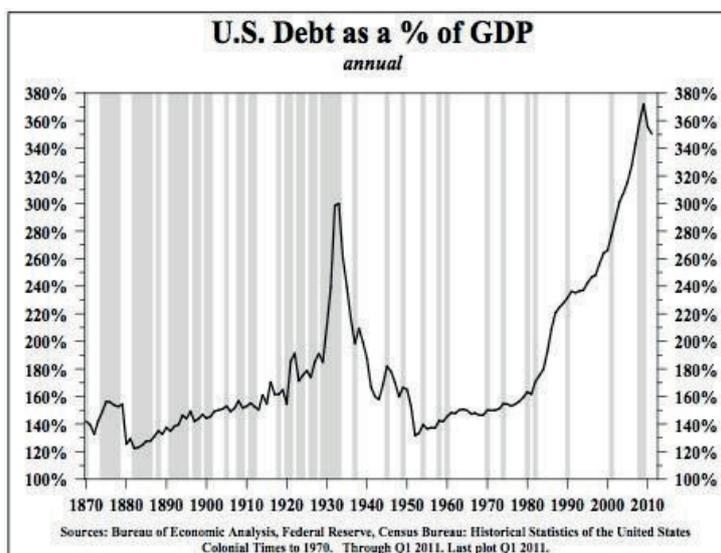


Abbildung 3: Verschuldung der USA

¹¹ <https://www.n-tv.de/politik/Trumps-Steuerreform-ist-in-greifbarer-Naehe-article20184152.html>

¹² <http://www.manager-magazin.de/politik/artikel/donald-trump-steuerreform-kostet-mindestens-2-2-billionen-dollar-a-1170262.html>

¹³ <https://de.wikipedia.org/wiki/Weltwirtschaftskrise>

¹⁴ https://de.wikipedia.org/wiki/Quantitative_Lockerung

¹⁵ <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/devisenmarkt-die-einflussfaktoren-auf-die-waehrung-133182.html>

Diese Anhaltspunkte deuten allesamt darauf hin, dass die USA bewusst in die Inflationierung ihrer ausufernden Schulden gehen:

- Die Unternehmen und Teile der Steuerzahler werden deutlich entlastet, was in gewissem Sinne vergleichbar mit „Helikoptergeld“ ist.¹⁶ Die damit verbundene, höhere Verschuldung wird wohl durch die Druckerpresse aufgefangen werden. Der US-Dollar ist nach wie vor eine Weltwährung¹⁷ und die amerikanische Notenbank besitzt damit eine Art „Weltdrucker-Presse“.
- Geld drucken führt tendenziell zu einer Schwächung der Währung, was wiederum inflationäre Effekte auslöst.¹⁸
- Der (Leit-)Zins, der Preis für das Kapital, wird weiter sukzessive erhöht, um die künftigen Anschlussfinanzierungen zu gewährleisten, sprich Kapital soll trotz der horrenden Verschuldung angelockt und gehalten werden. Höhere Zinsen und ein schwächerer Währungskurs sind ideale Einstiegsbedingungen für das internationale Kapital.

Diese bereits offen erkennbaren Schritte könnten dazu führen, dass die derzeit überbordende Liquidität in Europa, die die Europäische Zentralbank mit ihren expansiven geldpolitischen Maßnahmen zur Verfügung gestellt hat, regelrecht „abgesaugt“ wird. Und die Summe dieser ungewöhnlichen Schritte wirkt dabei nicht wie ein „Handstaubsauger“, sondern wie eine Art „Riesenstaubsauger“ für die Liquidität.

Überlegen Sie: Was würde ein Vorstand einer großen Pensionskasse oder Versicherung tun, wenn er fünf Mrd. EUR liquide Mittel, zum Beispiel aus einer Fälligkeit, disponieren müsste? Würde er dort investieren, wo er über zehn Jahre fünf Prozent oder sechsundzwanzig Prozent erzielen könnte (0,5 Prozent p.a. Bundesanleihe im Vergleich zu 2,6 Prozent p.a. US-Staatsanleihe)? Würde er in eine Währung investieren, die vergleichsweise eher günstig oder eher teurer ist? Wie wäre es, wenn er durch ein Unternehmenskonstrukt darüber hinaus über zehn Prozent an Steuern pro Jahr sparen könnte?¹⁹

Die Signale sind mehr als deutlich erkennbar: Die USA sind gerade dabei, in großem Maße Kapital, vor allem aus Europa, abzuziehen.

Keynes prägte den Spruch „Die Pferde stehen im Wasser, saufen aber nicht...“.²⁰ Die derzeit überbordende Liquidität im Euro-Raum ist hier als Wasser zu verstehen und die Pferde stellen das Wirtschaftswachstum dar. In Deutschland ist das Wirtschaftswachstum zwar sehr zufriedenstellend, wenn man jedoch in den Süden nach Griechenland, Italien etc. blickt, sieht man alles andere als prosperierende Landschaften. Wenn Amerika nun beginnt, durch höhere Zinsen, günstigere Steuern und einen günstigeren Wechselkurs Liquidität aus Europa abzusaugen, dann wird die europäische Zentralbank unter Druck geraten. Sie käme irgendwann gar nicht mehr umhin, die Zinssätze, den Preis für das Kapital, zu erhöhen, um die Liquiditätsversorgung sicherzustellen.

Fassen wir zusammen: Die Amerikaner haben augenscheinlich ihre Strategie geändert. Sie gehen bewusst den Weg der Inflationierung. In den USA werden die Zinsen weiter steigen. Europa wird Negativ- und Niedrigzinsen nicht lange durchstehen können und zu steigenden Zinsen gezwungen werden. Wenn der größte Währungsraum der Welt (US-Dollar) den Preis für das Schuldkapital erhöht, wird dies Folgen haben.

¹⁶ <https://de.wikipedia.org/wiki/Helikoptergeld>

¹⁷ <https://de.wikipedia.org/wiki/Weltw%C3%A4hrung>

¹⁸ https://de.wikipedia.org/wiki/Importierte_Inflation;_W%C3%A4hrungsabwertung_v.a._durch_Glaubw%C3%BCrdigkeitsverlust

¹⁹ <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/deutsche-industrie-alarmiert-ueber-amerikas-steuerreform-15322368.html>

²⁰ <http://www.prabelsblog.de/2014/01/die-pferde-stehen-im-wasser-und-saufen-zu-wenig/>

Was bedeutet dies für die kommunale Zinssteuerung?

In den letzten 10 Jahren kannte die Zinsentwicklung – wenn auch mit kleinen Gegenbewegungen - eine Richtung: nach unten. Im Vorteil war die Kommune, die nicht nur nach oben sicherte, sondern auch Absicherungen gegen Wertänderungsrisiken mittels Receiver-Swaps gegen sinkende Zinsen vorgenommen hat.

Wer Zinssicherungsinstrumente heute allgemein verteufelt, könnte noch ein „blaues Wunder“ erleben. Zehn Jahre nach der Lehman-Pleite und Jahren an sinkenden Zinsen droht in der Zukunft ein deutlicher Zinsanstieg mit entsprechenden Konsequenzen für Darlehensportfolios. Zinssicherungen gegen steigende Zinsen werden künftig deutlich an Bedeutung gewinnen, da ein Zinstrendwechsel nun immer wahrscheinlicher wird. Er ist auch schon in der Chartanalyse sichtbar.

Nachdem ab 2000 über mehrere Jahre auch von kommunaler Seite entgegen der eindeutigen Vorschriften der Derivateerlasse der verschiedenen Bundesländer komplexe Derivatstrukturen spekulativ eingesetzt worden waren, wird heute undifferenziert gerne jegliche Anwendung von Zinssicherungsinstrumenten als Spekulation bezeichnet. Aber: Auf die korrekte Anwendung kommt es an. Wenn ein oder mehrere Grundgeschäfte (Darlehen/Kredite) abgesichert werden und die Konnexität und Gegenläufigkeit eingehalten wird, wird ein Derivat zum Sicherungsinstrument.

Der Bundesverband hat hierzu bereits vor einigen Jahren eine viel beachtete Norm zur Zinssicherung für den kommunalen Sektor entwickelt:²¹



Die Norm für öffentliche Zinssteuerung 03-2014
Entscheidungsgrundlage für öffentliche Haushalte

1. Finanzinstrumente (Derivate) sind zur Absicherung von Risiken in Grundgeschäften einzusetzen. Damit werden sie zu Sicherungsinstrumenten.
2. Werden Finanzinstrumente (Derivate) eingesetzt, ist ein funktionsfähiges Risikosteuerungssystem einzurichten.
3. Finanzinstrumente (Derivate) sind wirtschaftlich einzusetzen.

Fazit: Die USA haben ihren Kurs seit 2016 völlig geändert. Ein Zinstrendwechsel nimmt nun immer mehr Gestalt an. Klassische derivative Finanzinstrumente, wie beispielweise der Payer-Swap (gegen steigenden Zins) und der Receiverswap (gegen sinkenden Zins) können ein Darlehensportfolio effektiv gegen die kommenden Zinsänderungsrisiken absichern. Da ein Zinstrendwechsel stets in Zinsschwankungen stattfindet, sind beide Sicherungsinstrumente unabdingbar. Auf die Anwendung und auf den wirtschaftlichen Einsatz kommt es dabei an.

Heinz Reich

Disclaimer / Haftungsausschluss

Dieser Fachartikel beruht auf von uns nicht überprüfbar, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Er gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt wieder. Die Fachinformation dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf.

²¹ <https://www.bundesverband-zinssteuerung.org/norm2014.html>