



Nicht steuern  
ist Spekulation.

# Wann und wie kommt die Zinswende?

*Donnerstag, 27. April 2017*

Heinz Reich



Bundesverband öffentlicher  
Zinssteuerung e.V.



# Zinsen ...

... werden sie steigen?

... wann steigen sie?

... was könnte der Auslöser sein?

# Zinsen für Laufzeit 10 Jahre (US-Staatsanleihen)



Quelle: BofA Merrill Lynch Global Investment Strategy, Bloomberg

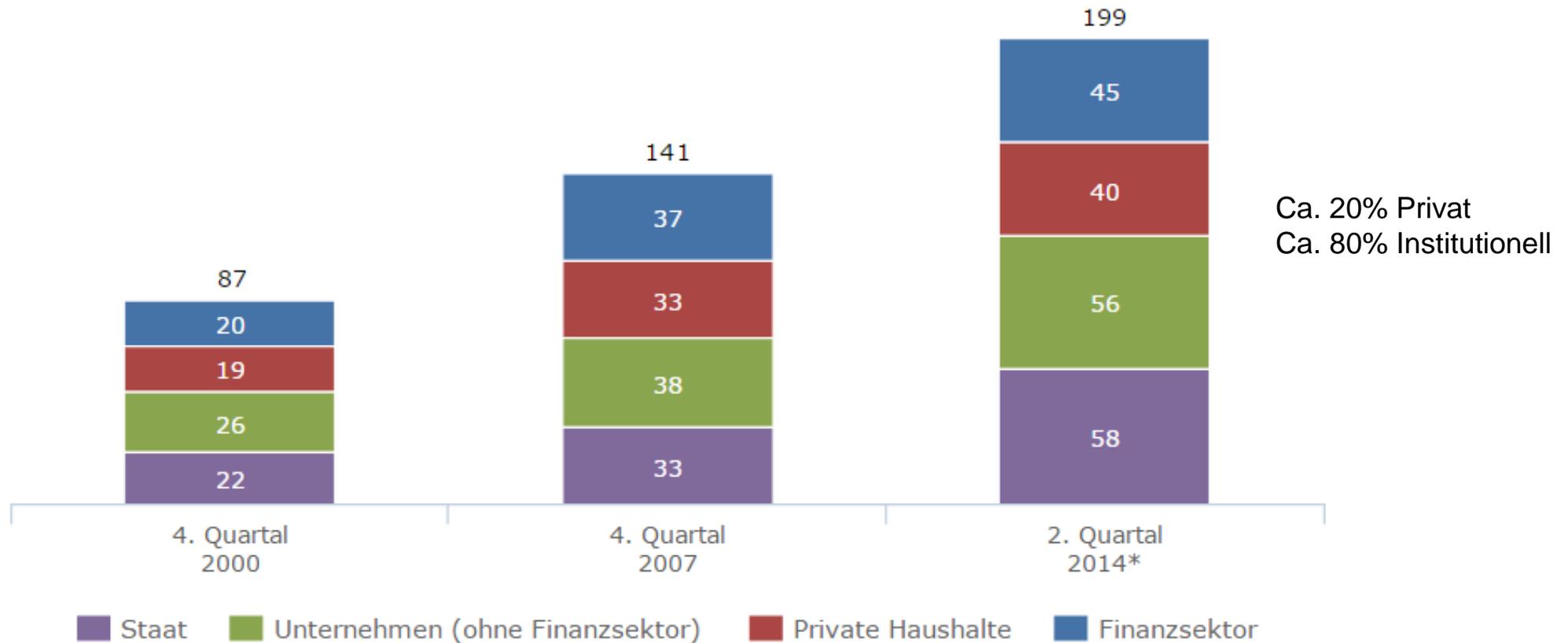
# Was steckt hinter dem Zins?

Preis für **Kapital** →

Wieviel wurde davon in den letzten Jahren weltweit aufgenommen?

## Die Schulden dieser Welt

Gesamtschulden und Wachstum seit 2000 in Billionen Dollar  
(\*für Schwellenländer außer China: 4. Quartal 2013)



Quelle: Haver Analytics; national sources; World economic outlook, IMF; BIS; McKinsey Global Institute

# Schulden gar kein Problem ...?

<https://www.welt.de/wirtschaft/article137303345/Das-grosse-Maerchen-von-der-globalen-Verschuldung.html>

*„Daher ist es Unsinn, davon zu sprechen, dass die „weltweite Verschuldung seit der Finanzkrise um 57 Billionen Dollar gestiegen“ ist und heute mit 199 Billionen Dollar einen neuen Rekordstand erreicht hat. Denn im gleichen Zeitraum müssen auch die Forderungen gestiegen sein – und das Geldvermögen heute brutto 199 Billionen Dollar betragen. **Nichts anderes als ein globaler Saldo von Null ist die Realität**, weil Schulden nicht im luftleeren Raum entstehen. Sie brauchen Gläubiger.*

*Ebenso einseitig ist es, bei der Verschuldung nur monetäre Forderungen und Verbindlichkeiten zu betrachten. Vermögen ist weit mehr als der Saldo von Debitoren und Kreditoren. Es beinhaltet alle Anlagegüter – wie Gebäude, Wohnungen, Maschinen, Geräte, Fahrzeuge und vieles mehr.*

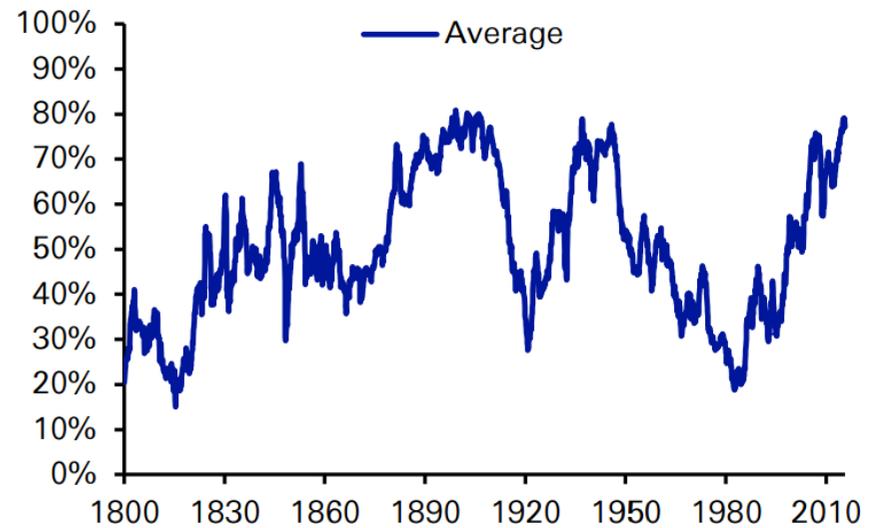
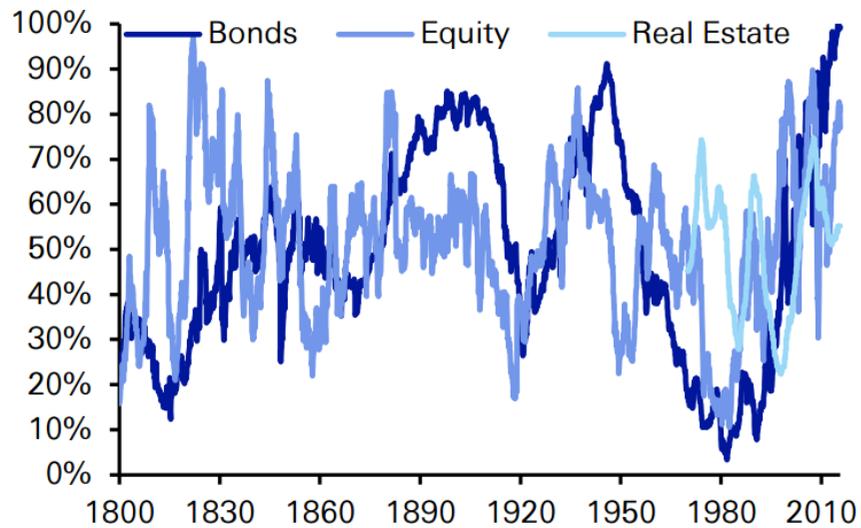
*Gerade der so kritisch beäugte Staat besitzt Sachvermögen wie die Infrastruktur, Versorgungsnetze, öffentliche Einrichtungen, Land, Wälder. Des Weiteren hat die öffentliche Hand Beteiligungen an Staatsbetrieben wie der Bahn, der Post oder der Telekom.“*

**Thomas Straubhaar ist Universitätsprofessor für Volkswirtschaftslehre, insbesondere internationale Wirtschaftsbeziehungen, an der Universität Hamburg. Bis Ende August 2014 war er Direktor und Sprecher der Geschäftsführung des Hamburgischen WeltWirtschaftsinstituts (HWWI). Seit September 2013 ist der gebürtige Schweizer Fellow der Transatlantic Academy in Washington, D. C., wo er sich oft aufhält. Er schreibt für die "Welt" in regelmäßigen Abständen Kolumnen zu aktuellen wirtschaftlichen, politischen und sozialen Fragen.**



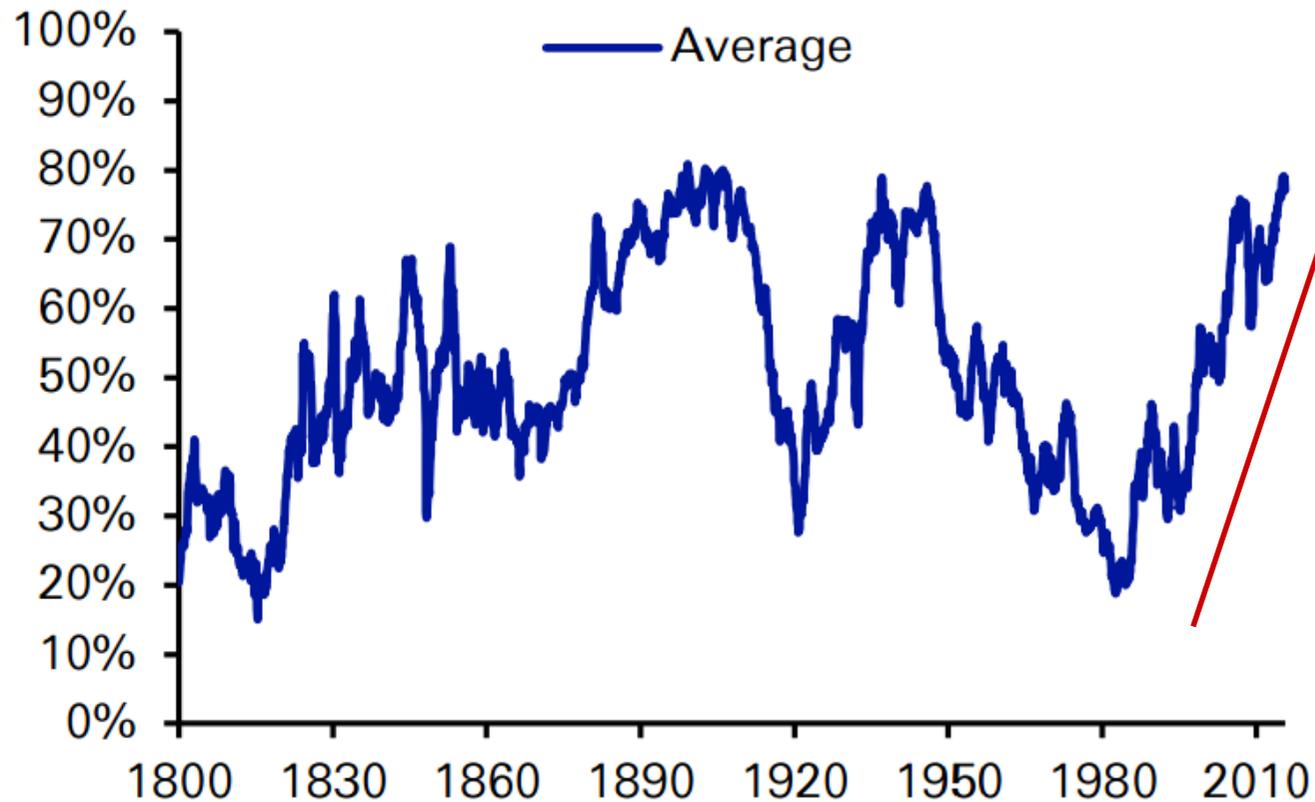
**200 Bio. USD Schulden ...**  
**... wurden investiert in ...**

Figure 1: Average Percentile Valuations for 15 DM Countries' Bond (Nominal Yields), Equity & Housing vs. History (left) and Aggregated Average (right)



Source: Deutsche Bank, GFD

# Preise für Bonds, Immobilien, Aktien ...



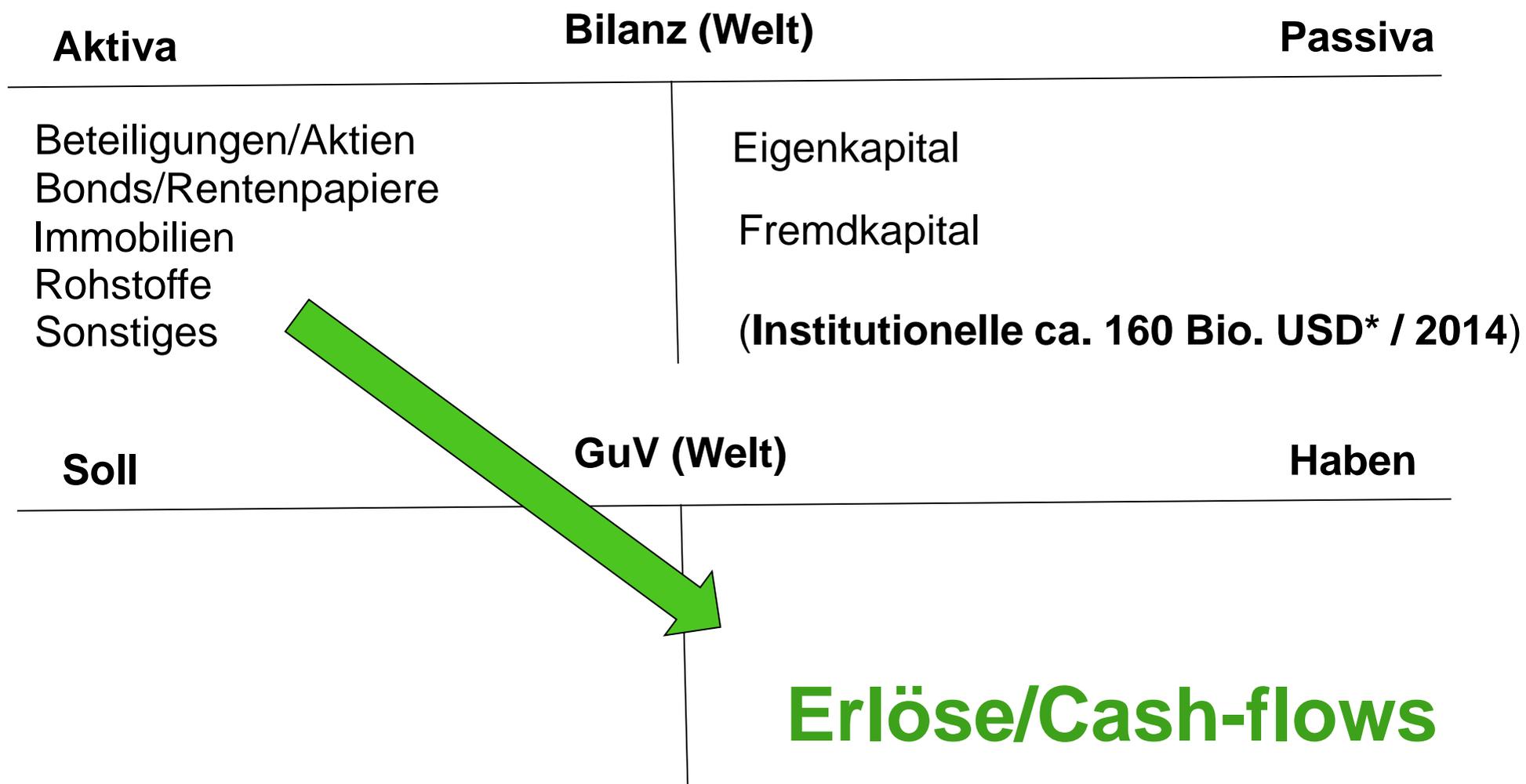
Aggregierte Daten von 15 hoch entwickelten Ländern  
Quelle: Deutsche Bank, Global Financial Data



**Schulden erzeugen ...**

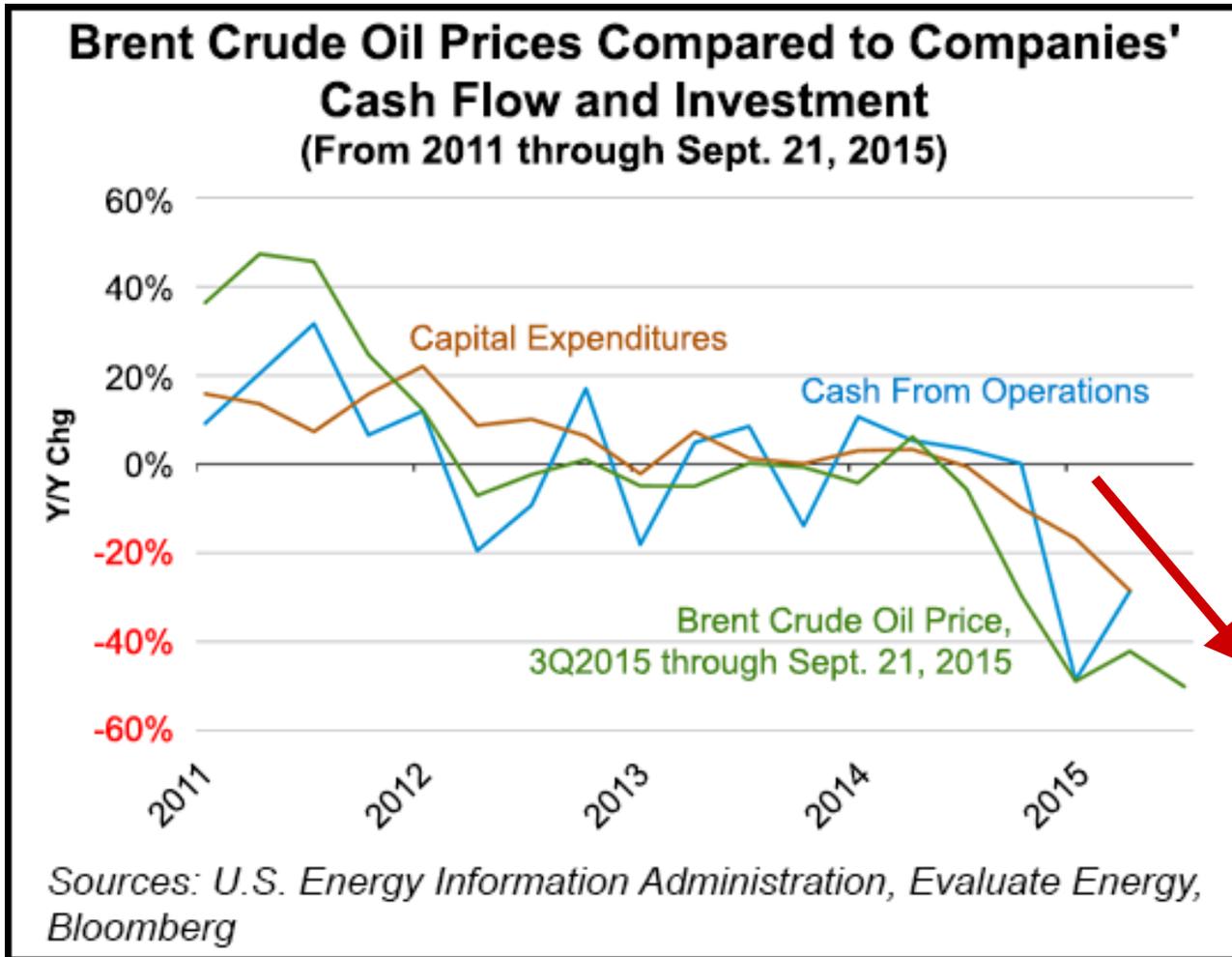
**Werte ... und ...**

**Erlöse / Cash-flows**



\*ca. 20% Privat; ca. 80% Institutionell

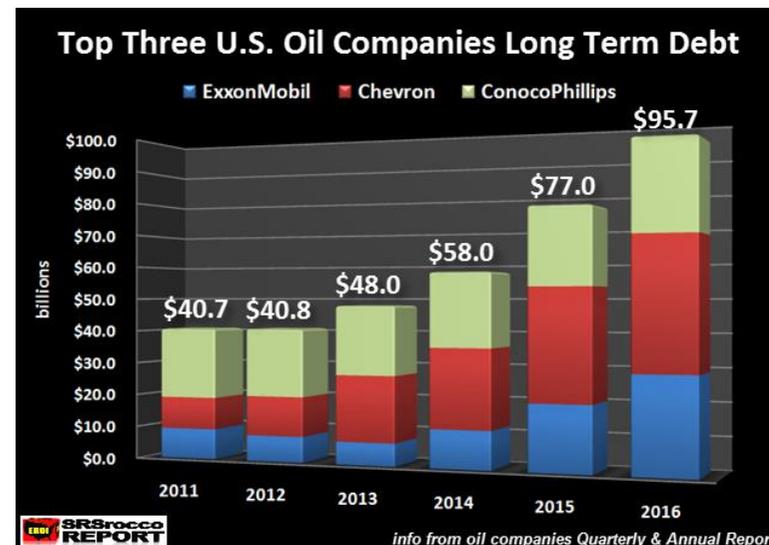
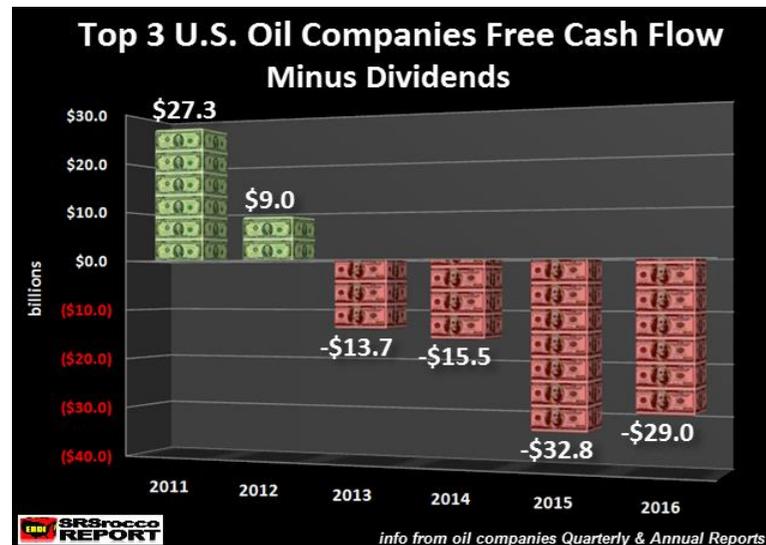
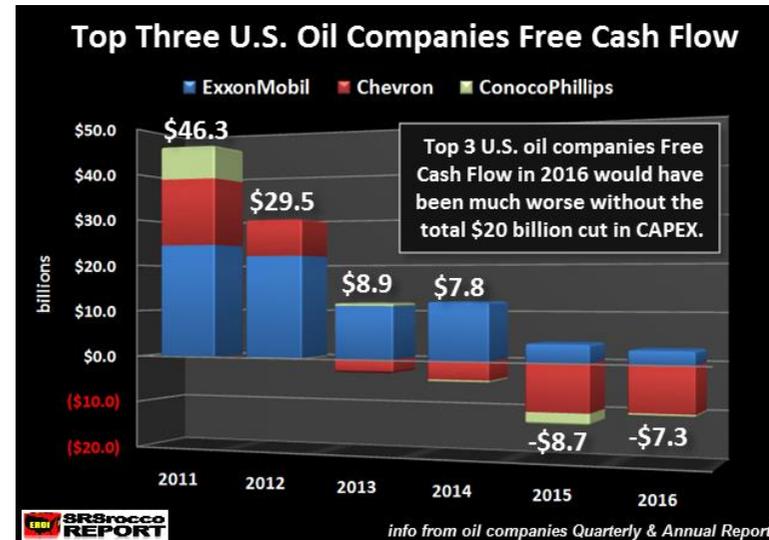
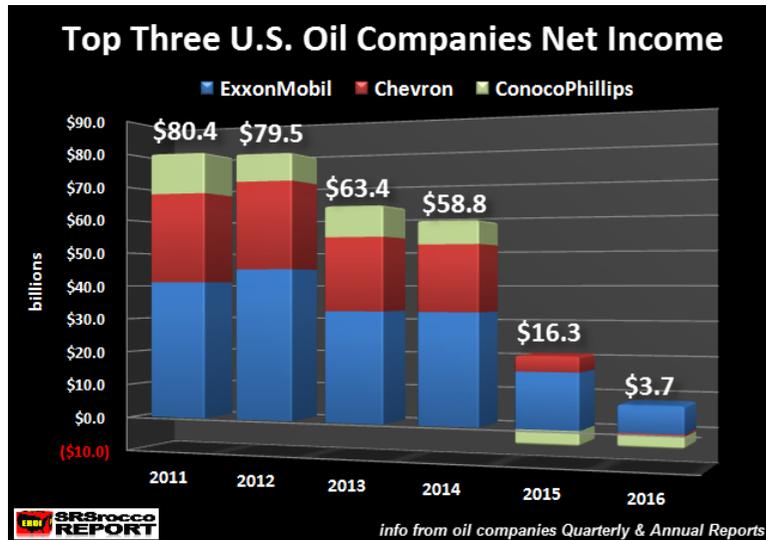
# Erlöse aus Rohstoffen, z.B. Öl ...



2008 bis heute:

**circa**  
**800**  
**Mrd. USD**  
Erlösrückgang  
pro Jahr

# US-Ölfirmen ...



# Beispiel Saudi-Arabien



Manager-Magazin, 18. Oktober 2016

**Saudi-Arabien gehört zwar zu den Ländern mit den größten Erdölvorräten weltweit, doch was nützen die umfangreichsten Vorräte, wenn man sie nicht mehr lukrativ zu Geld machen kann. Genau vor diesem Problem steht das saudische Königreich: Seit der Ölpreis 2014 zu seiner Talfahrt ansetzte, schwinden auch die Einnahmen der Förderländer.**

Wurde ein Barrel der US-Sorte WTI beispielsweise vor gut zwei Jahren noch für mehr als 100 Dollar gehandelt, so sind es gegenwärtig nur noch rund 50 Dollar. Saudi-Arabien als größter Erdölproduzent der Welt bekommt dies in seinem Staatshaushalt besonders stark zu spüren. Nicht weniger als 90 Prozent des Budgets bestreitet das Land mit Öleinnahmen.

Inzwischen sind die Schulden bereits auf ein Niveau gestiegen wie seit den 1990er Jahren nicht mehr, und das, obwohl die Regierung in Riad bereits mit verschiedenen Sparmaßnahmen versucht, gegenzusteuern. Im vergangenen Jahr hatte der anhaltend niedrige Ölpreis dem Königreich ein **Rekorddefizit von umgerechnet 90 Milliarden Euro beschert. Nun müssen drastischere Maßnahmen ergriffen werden.**

Schritt eins erfolgte bereits vor einigen Monaten: Erstmals seit 25 Jahren nahm Saudi-Arabien einen Milliardenkredit bei internationalen Banken auf. Zehn Milliarden Dollar mit einer Laufzeit von fünf Jahren liehen sich die Saudis von einem Konsortium, zu dem unter anderem die HSBC, JP Morgan sowie die Bank of Tokyo gehört. Zuletzt hatte Saudi-Arabien ein ähnliches Darlehen über eine Milliarde Dollar benötigt, als 1991 der Irak in Kuwait einmarschiert war.

Saudi-Arabien begibt erstmals Dollar-Anleihe

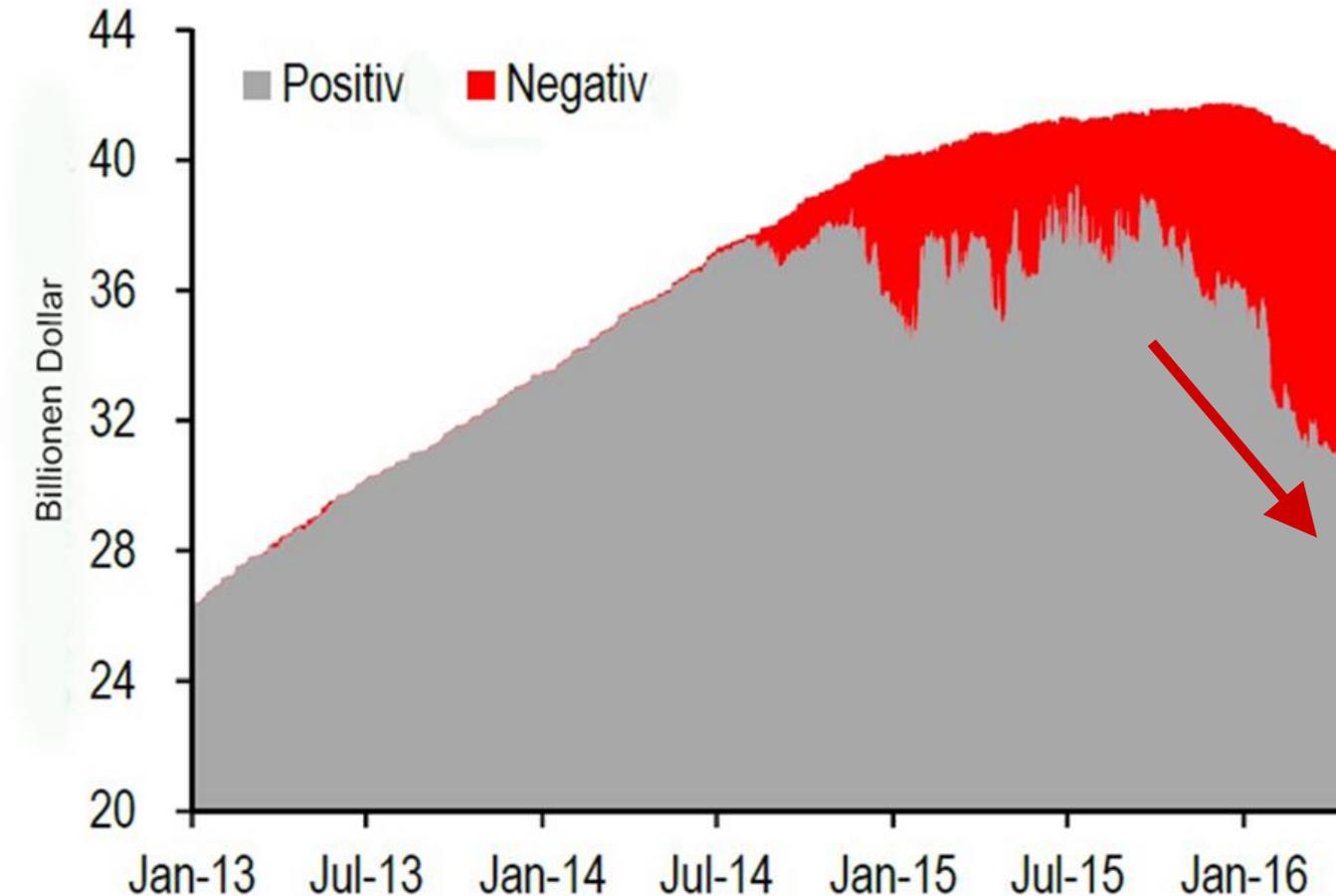
Am morgigen Mittwoch folgt nun Schritt zwei: Saudi-Arabien **begibt erstmals in seiner Geschichte eine Dollar-Staatsanleihe** auf dem internationalen Finanzmarkt. Laut "Financial Times" wird das Papier ein Volumen von bis zu 15 Milliarden Dollar haben, aufgeteilt vermutlich in Tranchen mit Laufzeiten von fünf, zehn und 30 Jahren. Die Verzinsung, so die Zeitung, werde etwa 160 bis 200 Basispunkte über jener vergleichbarer US-Bonds liegen.

Weitere Maßnahmen bereitet die Regierung in Riad zudem bereits vor. Vor einigen Monaten etwa machten Pläne die Runde, wonach Saudi-Arabien einen bis zu zwei Billionen Dollar schweren Staatsfonds gründen will, ebenfalls mit dem Ziel, die Abhängigkeit vom Öl langfristig zu reduzieren.

<http://www.manager-magazin.de/politik/artikel/saudi-arabien-erste-dollar-anleihe-der-geschichte-der-hintergrund-a-1117116.html>

# Erlöse aus Rentenpapieren/Bonds ...

## Globale Bonds mit negativer Rendite



(c) Bank of America

2008 bis heute:

**circa**  
**1.600**  
**Mrd. USD**

Erlösrückgang  
pro Jahr

# Erlösrückgänge ...

Rohstoffe (Öl)                    minus            800 Mrd. USD pro Jahr

Rentenpapiere / Bonds        minus            1.600 Mrd. USD pro Jahr

---

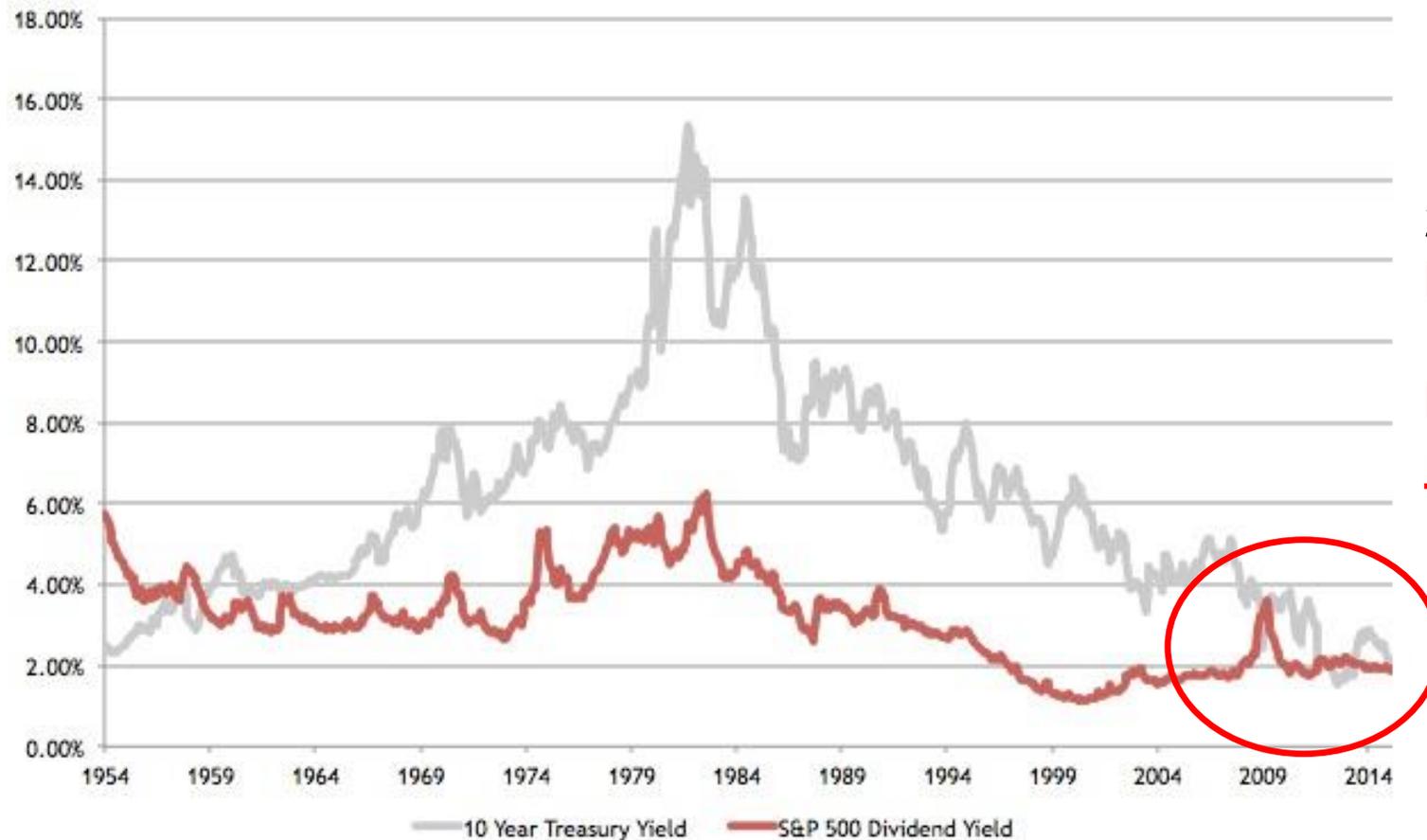
Erlösrückgänge                    **minus**  
**2.400.000.000.000**  
**USD pro Jahr!**

---

---

# Erlöse aus Beteiligungen / Aktien?

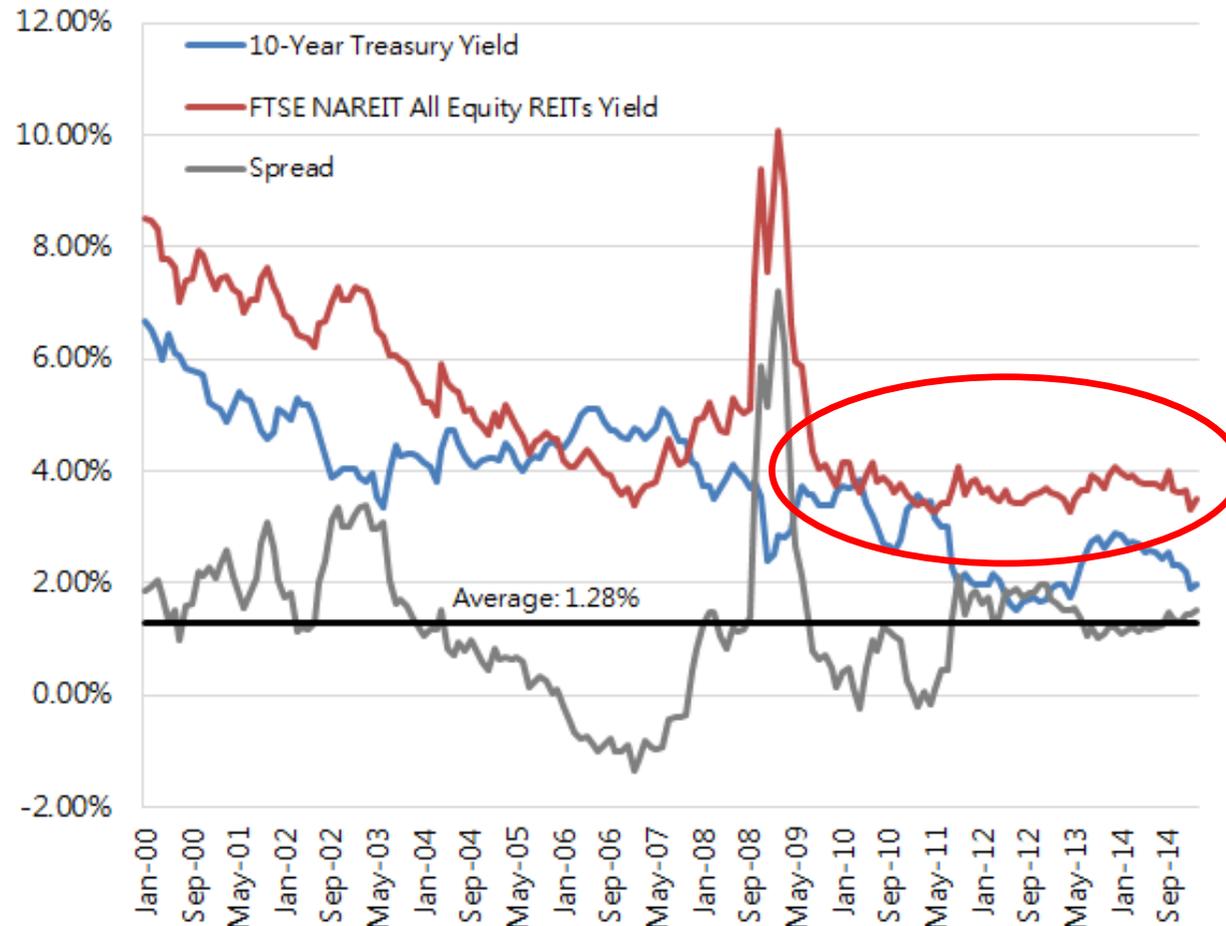
S&P 500 Dividend Yield vs. 10 Year Treasury Yield



2008 bis heute:  
**Dividenden**  
**konnten**  
**Erlösrückgang**  
**nicht**  
**kompensieren**

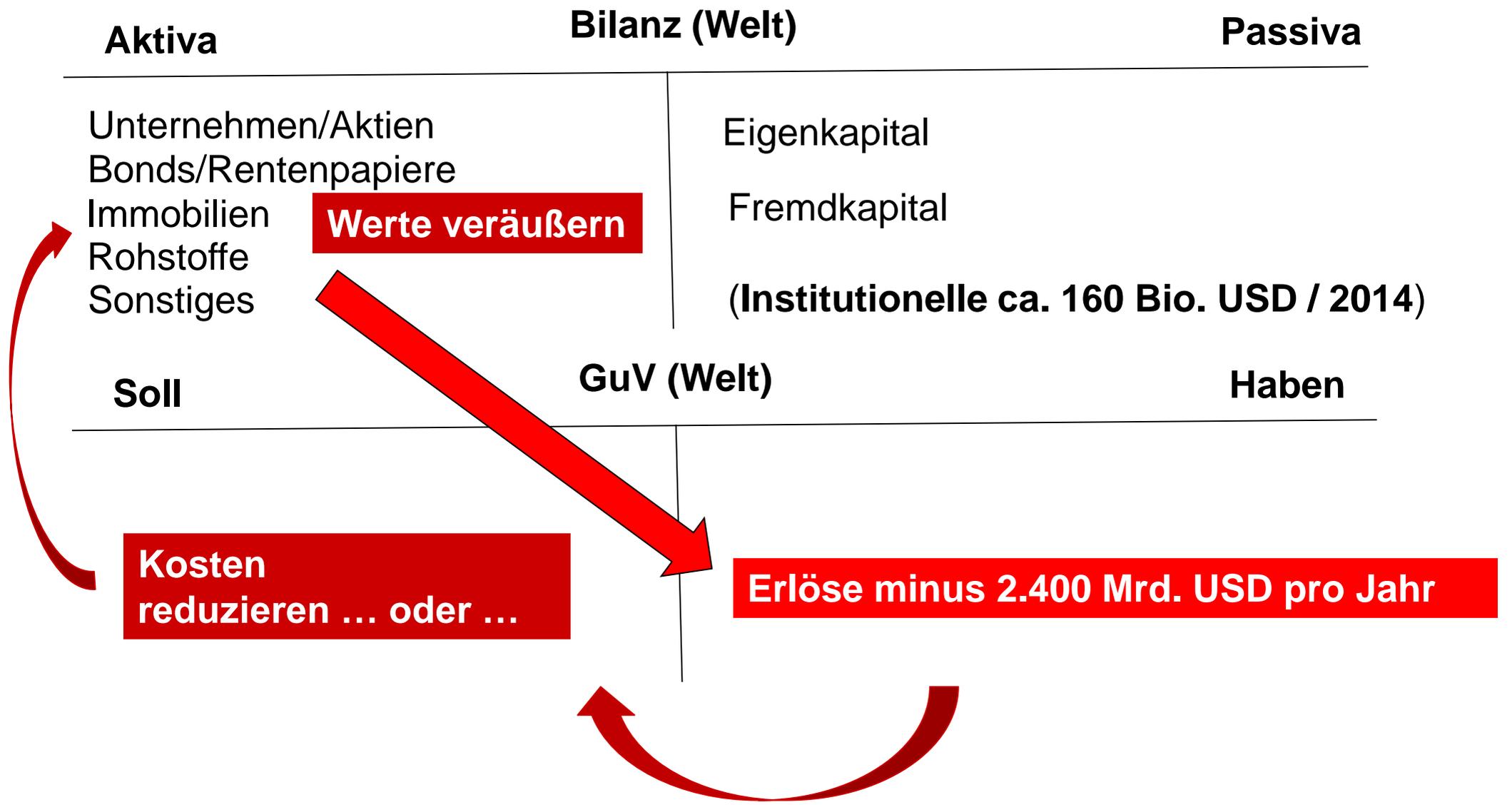
# Erlöse aus Immobilien?

## Historical REIT Dividend Yields vs. 10-Year U.S. Treasury Yield



Source: U.S. Treasury, REIT.com

2008 bis heute:  
**Immobilien**erträge  
konnten  
Erlösrückgang  
auch nicht  
kompensieren



# Stadtsparkasse: Jetzt trifft's die Privatkunden

Negativzinsen für ihre Firmenkunden hat die Bank angekündigt. Jetzt wird deutlich, welche bitteren Pillen auch auf Münchner Kleinanleger zukommen könnten

Von Felix Müller

Die Schlinge zieht sich immer enger. Das klassische Geschäftsmodell bei Banken und Sparkassen funktioniert durch die niedrigen Zinsen nicht mehr – und die legen ihre gestiegenen Kosten zunehmend auf die Kunden um. Als die AZ im Dezember enthüllte, dass die Stadtsparkasse erstmals Negativzinsen erheben will, schlug das hohe Wellen. Privatkunden nahmen die Sparkasse von dem Modell aber aus. Noch.

Denn jetzt wird konkreter, dass der Sparkurs der Stadtsparkasse bald auch den kleinen Sparer treffen könnte. Der

Vorstandsvorsitzende Ralf Fleischer äußert sich zu den Überlegungen.

Die Europäische Zentralbank (EZB) verlangt von Banken 0,4 Prozent Negativzins – diese 0,4 Prozent gibt die Stadtsparkasse ab April an Firmenkunden weiter, die mehr als 250000 Euro eingelegt haben. Fleischer stellt die Situation der Stadtsparkasse problematisch dar. „Wir haben 14,5 Milliarden Einlagen – mit denen wir voraussichtlich ab 2018 nichts mehr verdienen werden“, sagt er. 2016 habe die Stadtsparkasse zehn Millionen Euro Strafzinsen an die EZB gezahlt – „die wir nicht an die Kunden weitergeben haben.“ Man verzeichne weiterhin ein ordentliches Wachstum im Kundengeschäft. Und verdienen trotz



Ralf Fleischer.

dem weniger Geld.“ Fleischer's Botschaft ist klar: Die Stadtsparkasse mache einen guten Job, der aber kaum noch rentabel ist. „Wir beschäftigen uns permanent damit, Kosten zu senken und Erträge zu steigern“, sagt er. Und deutet an, welche Folgen auf die Privatkunden zukommen könnten:

● **Negativzinsen:** Offenbar könnte es schon bald Privatkunden treffen. Fleischer klingt zumindest pessimistisch. Er sagt: „Wir wollen Negativzinsen für Privatkunden so lange vermeiden, wie es irgendwie geht.“ In dem Moment, in dem das erste große Institut sie einführt, werde es aber „nicht mehr anders gehen“.

● **Filialschließungen:** Dieser Schritt steht wohl noch nicht kurzfristig an – bleiben die Zinsen so niedrig, wird aber auch diese Debatte Stadtsparkassenintern konkret. Fleischer nennt Filialschließungen in einem Atemzug mit höheren Kontogebühren. Beides sei zwar „aktuell kein Thema“, könne aber auch „nicht ausgeschlossen werden“. Das klingt wenig beruhigend.

● **Stellenabbau:** Die Sparkasse geht offenbar davon aus, viele

Arbeitsplätze streichen zu müssen. Fleischer verspricht, auf betriebsbedingte Kündigungen zu verzichten. „2020 werden wir nicht mehr so viele Mitarbeiter haben. Aber wir werden das über die Fluktuation und das Ausscheiden älterer Mitarbeiter hinbekommen.“

Das „Münchner Kindl“ an der Stadtsparkasse im Tal.



Beobachter betonen, dass andere Banken ihre gestiegenen Kosten noch stärker an Kunden weitergegeben haben als die Stadtsparkasse – etwa, indem Privatkunden mit hohen Einlagen schon heute Strafzinsen zahlen.

Andererseits erklärt etwa Merten Larisch von der Verbraucherzentrale, dass Stadtsparkasse-Kunden schon heute zum Beispiel bei Tagesgeldkonten Zinssätze unter der Inflationsrate bekommen – im Gegensatz zu manchen anderen Banken.

**Stadtsparkasse verlangt Strafzinsen**

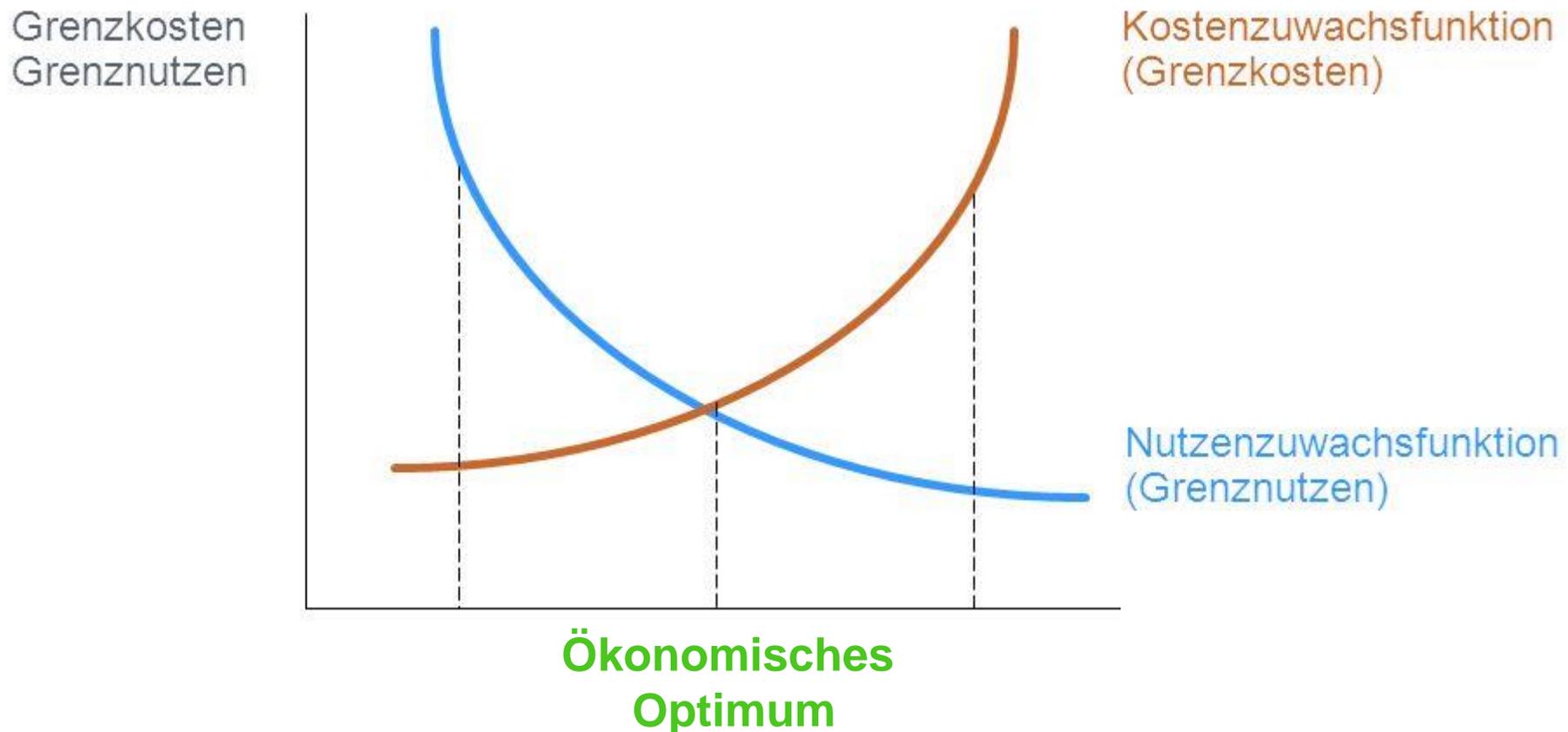
Jetzt also doch!

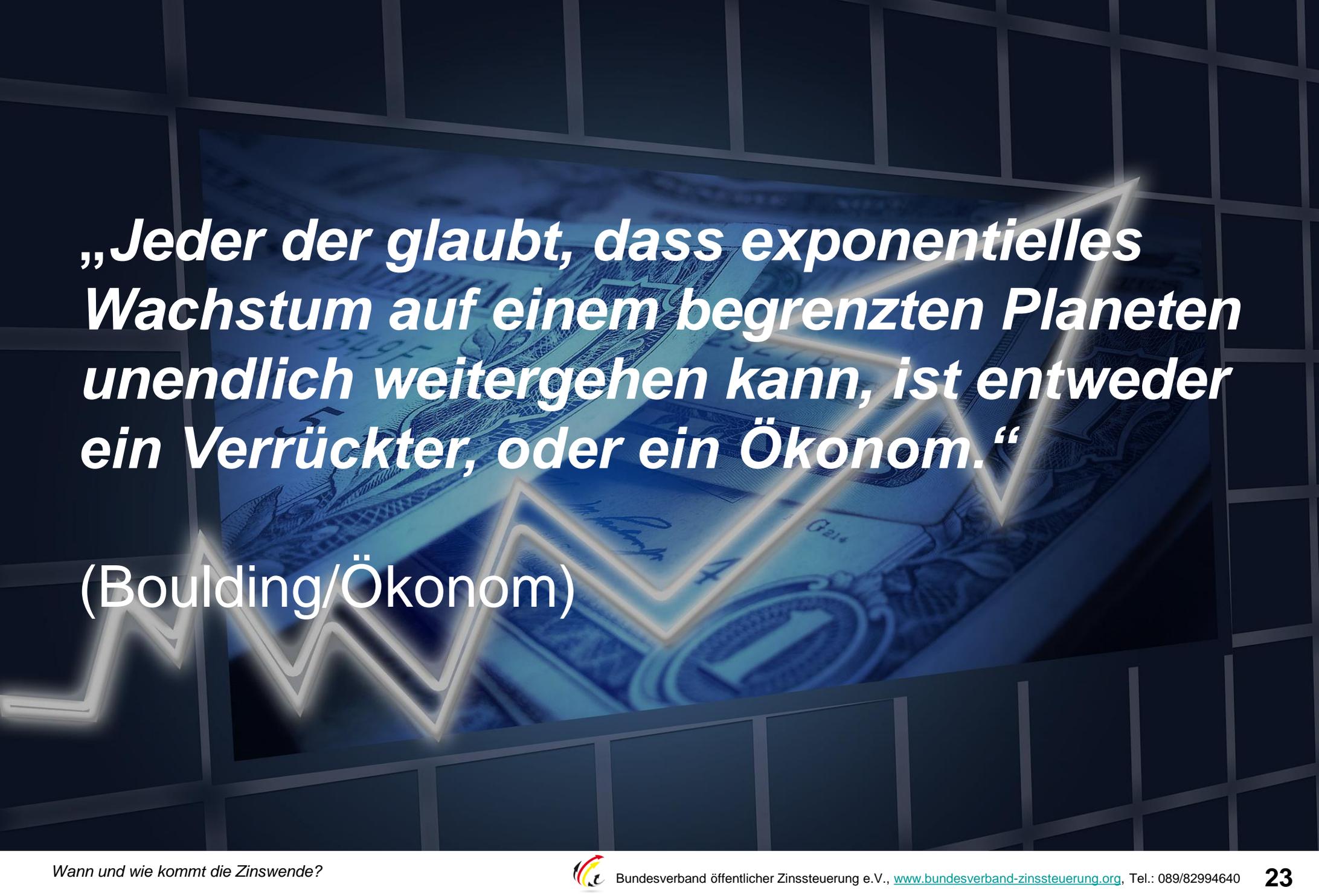


Seite 3

So hat die AZ am 23. Dezember 2016 berichtet.

# Die Balance zwischen Grenzkosten und Grenznutzen



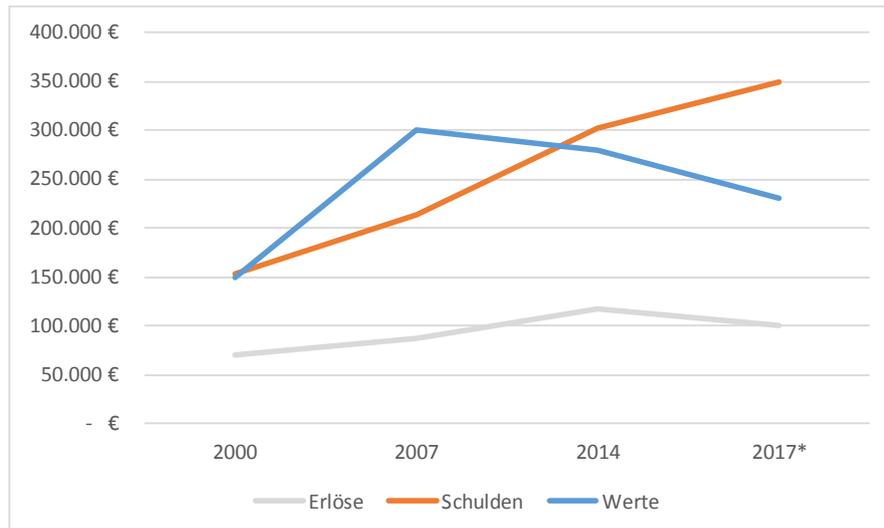


**„Jeder der glaubt, dass exponentielles Wachstum auf einem begrenzten Planeten unendlich weitergehen kann, ist entweder ein Verrückter, oder ein Ökonom.“**

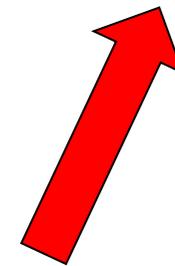
**(Boulding/Ökonom)**

# Beispiel einer privaten Situation

	Einkommen brutto	Verschuldung	Wert der Anlagen (Immobilien, Bonds, Rohstoffe, Aktien):
Jahr 2000	70.000 EUR	153.300 EUR	150.000 EUR
Jahr 2007	87.300 EUR	213.012 EUR	300.000 EUR
Jahr 2014	117.900 EUR	301.824 EUR	280.000 EUR
Jahr 2018/ <i>Annahme</i>	105.000 EUR	350.000 EUR	230.000 EUR

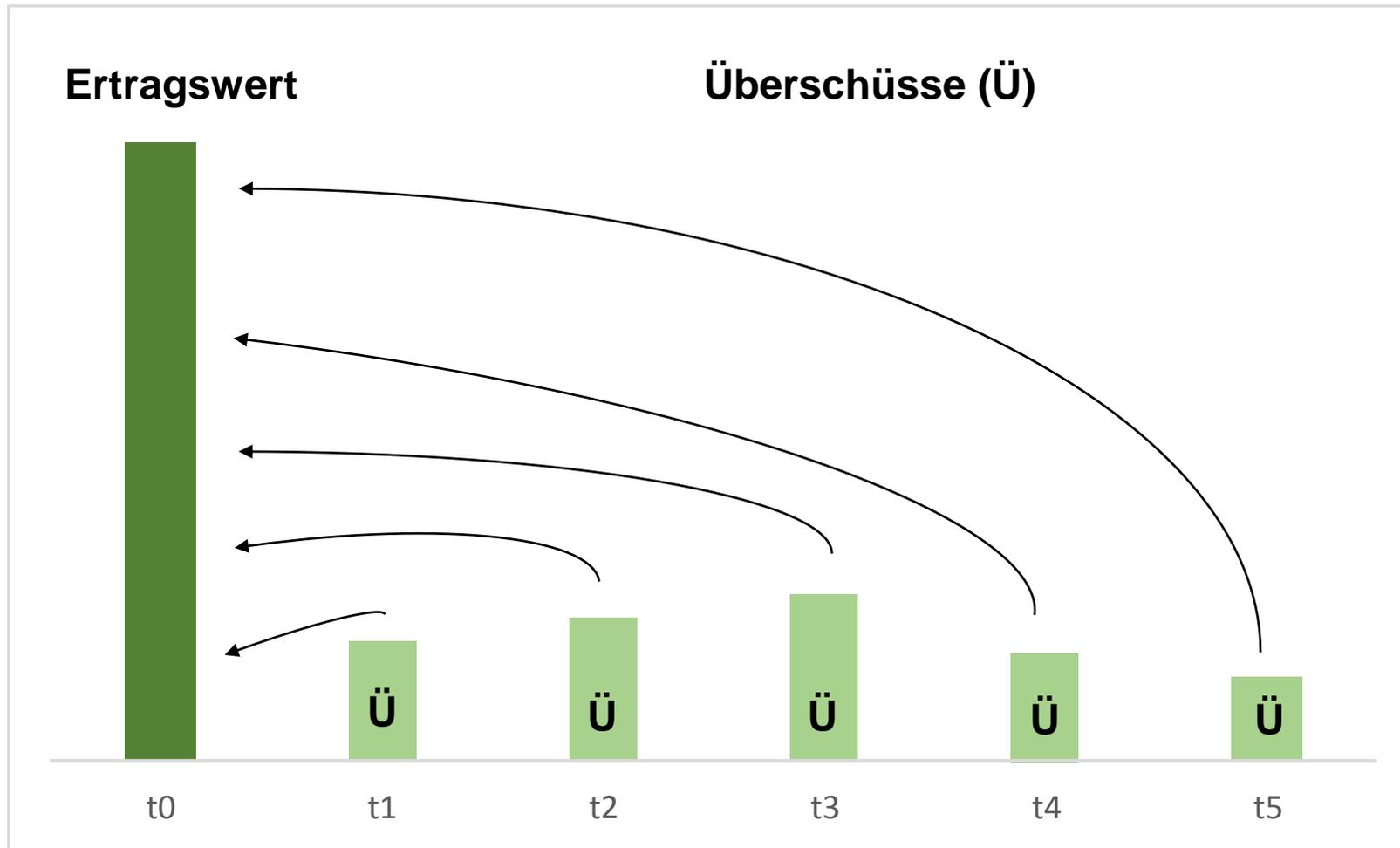


Was würden Sie  
nun tun?



**Werte veräußern...**

# Ertragswertverfahren: Sinkende Überschüsse (Erlöse/Cash-flows) reduzieren Wert



# Systematik der Zinswende

Bisher



Zinswende



# Fallende Werte führen zu steigenden Zinsen

- **Institutionelle Anleger veräußern Bonds/Rentenpapiere, um noch Erlöse/Cash-flows zu erzielen (mit stillen Reserven: GuV-Ertrag; ohne stille Reserve: Wirkung direkt auf Risikobudget)**
- **Werden Bonds/Rentenpapiere von Institutionellen veräußert, führt dies direkt zu höherem Angebot an Anleihen im Vergleich zur Nachfrage**
- **Sicherheitenunterdeckung bei Schuldendeflation\*:  
Viele Marktteilnehmer auf der Suche nach Kapital**
- **Inflationserwartungen steigen an, wenn Marktteilnehmer durch Insolvenz ausfallen**



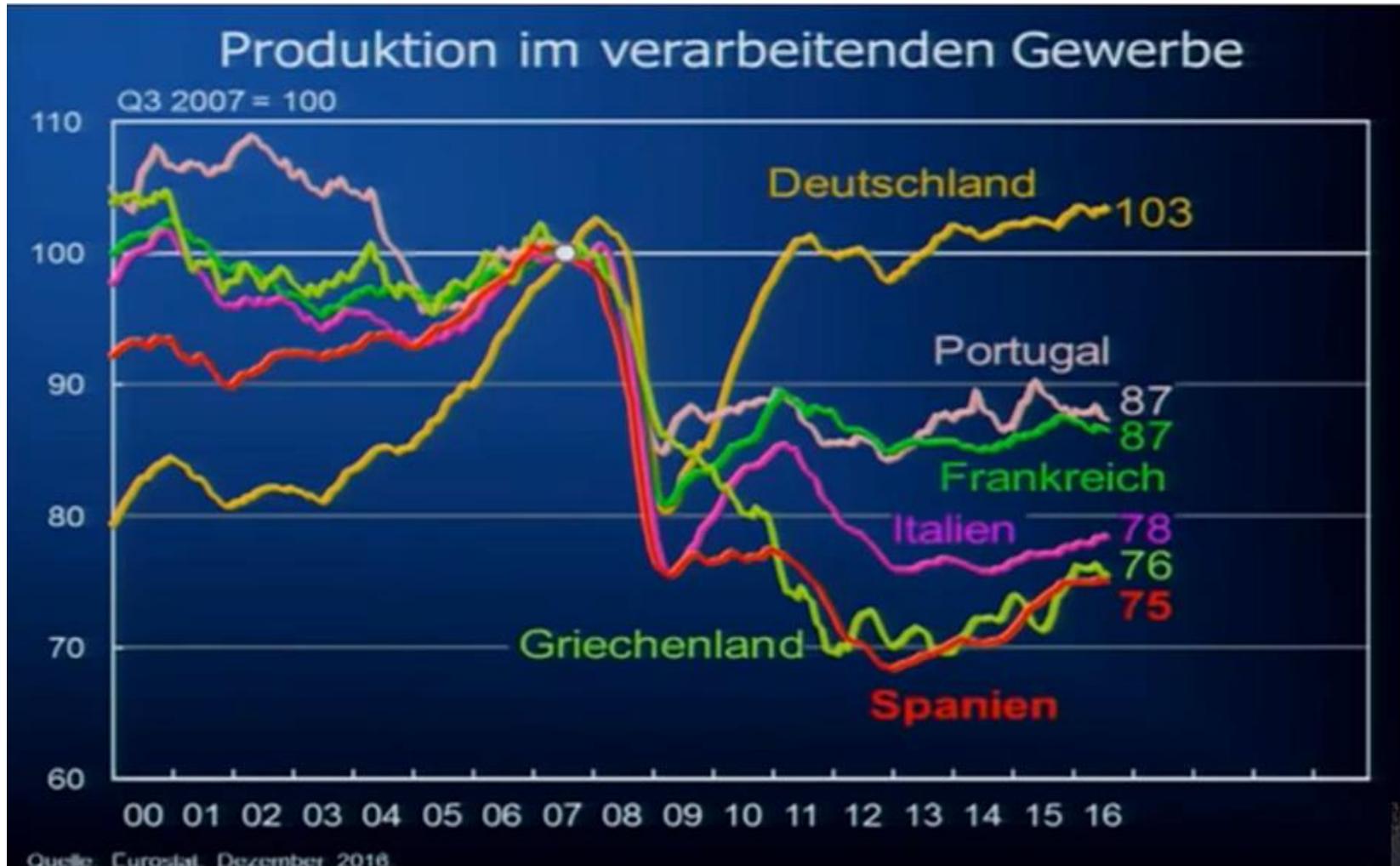
\* Eine **Schuldendeflation** liegt vor, wenn ein Preisverfall (Deflation) zu sinkenden Nominaleinkommen führt. Da die nominale Höhe der Schulden und der geschuldeten Zinsen unverändert bleibt, führt die **Schuldendeflation** zu einer Erhöhung der realen Schuldenlast.  
[www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)



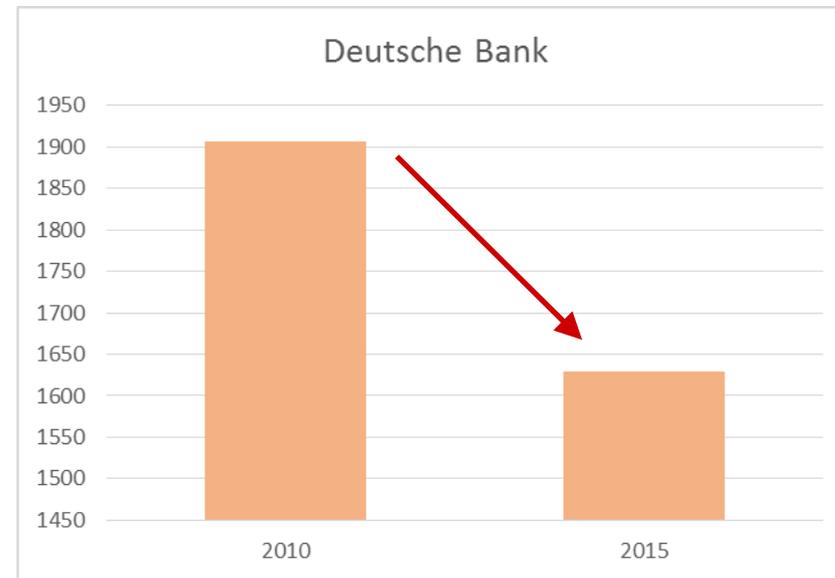
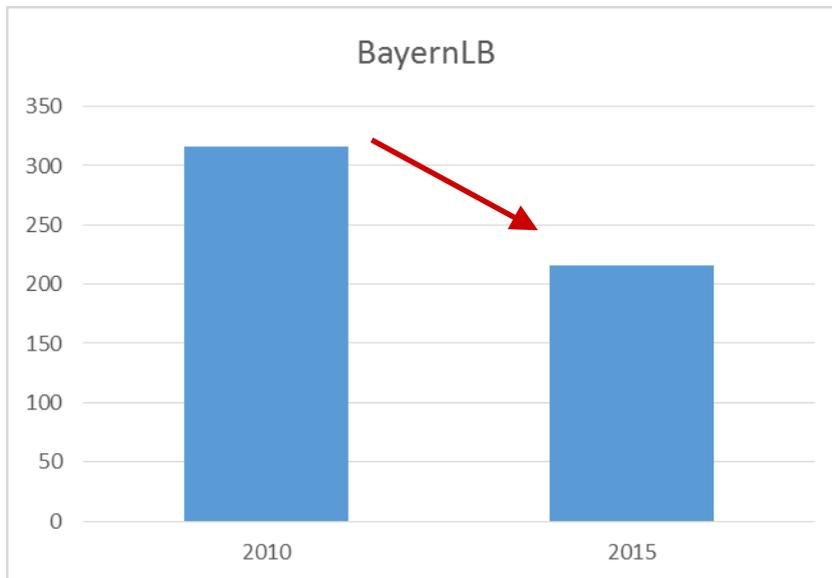
**Erstaunliches ...**

**Indizien für die beschriebene  
Veränderung**

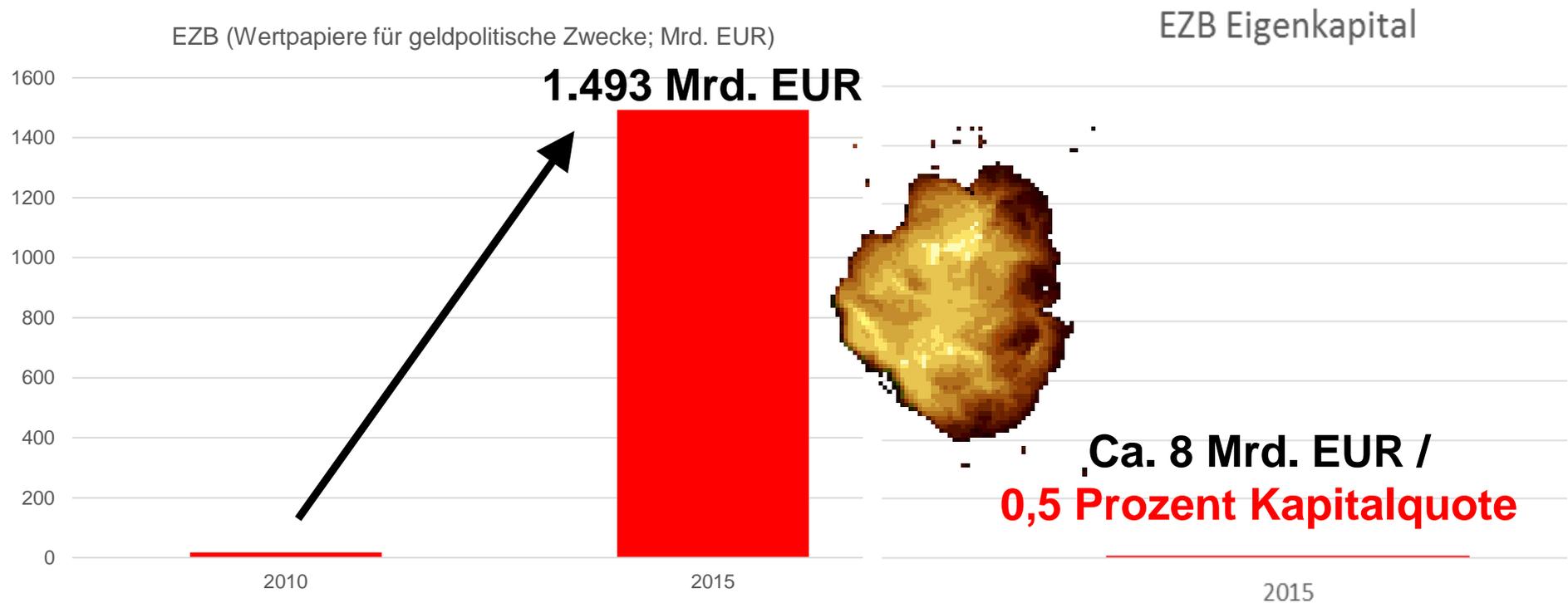
# Sehr viele EU-Länder haben kein nachhaltiges Wirtschaftswachstum mehr (Erlöse) ...



# Banken fahren deutlich ihre Aktivseiten zurück (quasi Veräußerung Werte)...



# Wer „hält“ dagegen ... ?



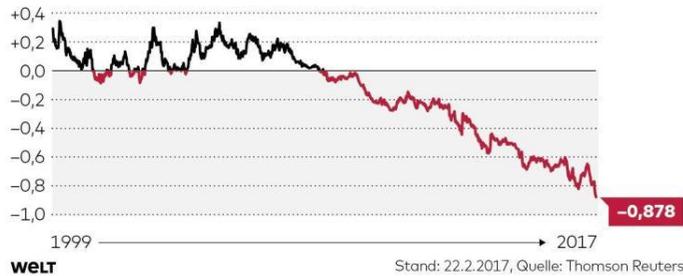
# Zinsänderungsrisiken in der EZB-Bilanz

*„So ergäben sich durch die Ankaufprogramme der EZB „zusätzliche Kreditrisiken“ sowie Zinsänderungsrisiken. „Auf ihre Berücksichtigung im Rahmen der Wagnisrückstellungen haben wir in diesem Jahr zwar noch verzichtet, sind uns aber bewusst, dass sie in Zukunft erheblich an Bedeutung gewinnen werden“, sagte Weidmann damals.“*

<https://www.welt.de/finanzen/article162288462/Bundesbank-plant-eine-Art-Frontalangriff-auf-die-EZB.html>

## Minus-Wahnsinn

Renditen zweijähriger Bundesanleihen in Prozent



*„Die im Rahmen der Programme zum Ankauf von Vermögenswerten (der drei CBPP, des SMP, des ABSPP und des PSPP) erworbenen Wertpapiere werden zu fortgeführten Anschaffungskosten (abzüglich etwaiger Wertminderung) erfasst und daher nicht zu Marktpreisen neu bewertet. Daher sind Bestände an diesen Wertpapieren keinem Zinsänderungsrisiko aufgrund der Bewertung zu Marktpreisen ausgesetzt. Allerdings führt die Inkongruenz zwischen der Zinssensitivität der aus diesen Wertpapieren generierten Erträge und der Sensitivität der mit den entsprechenden Verbindlichkeiten verbundenen Aufwendungen zu einem Zinsänderungsrisiko, das sich negativ auf das Nettozinsergebnis der EZB auswirken könnte.“* Vgl. Bilanz der Europäischen Zentralbank, 31.12.2015

# Werteverfall bei Europäischer Zentralbank (EZB)

Beispiel: Bundesanleihe 1998 / 2028



**Kursveränderung: von ca. 160% auf ca. 146% → ca. minus 8 – 9 Prozent**

**Zum Vergleich: Die EZB hält derzeit rund 1.500 Mrd. EUR an Wertpapieren für geldpolitische Zwecke! ... bei circa 8 Mrd. Eigenkapital!**

# „Verschiebebahnhof“ Europäische Zentralbank (EZB)

Von den europäischen Banken wird eine Gesamtkapitalquote von 8 Prozent gefordert, die EZB hat derzeit rund **0,5 Prozent** ...

Kurios: Die Europäische Zentralbank übt gleichzeitig die **Aufsicht über die großen, europäischen Banken aus** ...

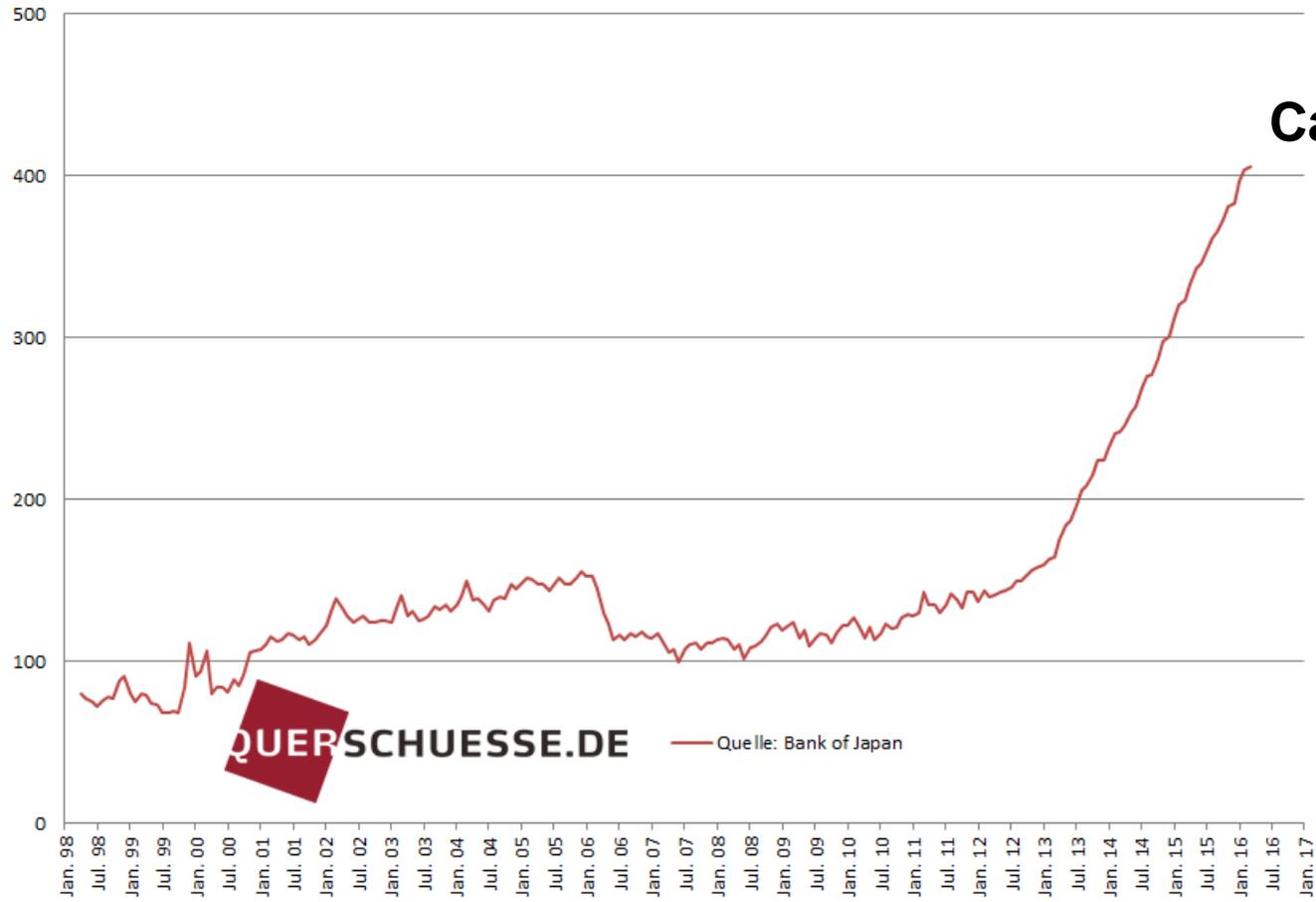
Welches **Geschäftsmodell** hat die Europäische Zentralbank zur **Erzielung von Erlösen / Cash-flows mit diesen hohen Schuldsommen?**

# In der Sackgasse ...



# In Japan nichts Anderes ...

**Entwicklung der Bilanzsumme der Bank of Japan  
in Billionen Yen**

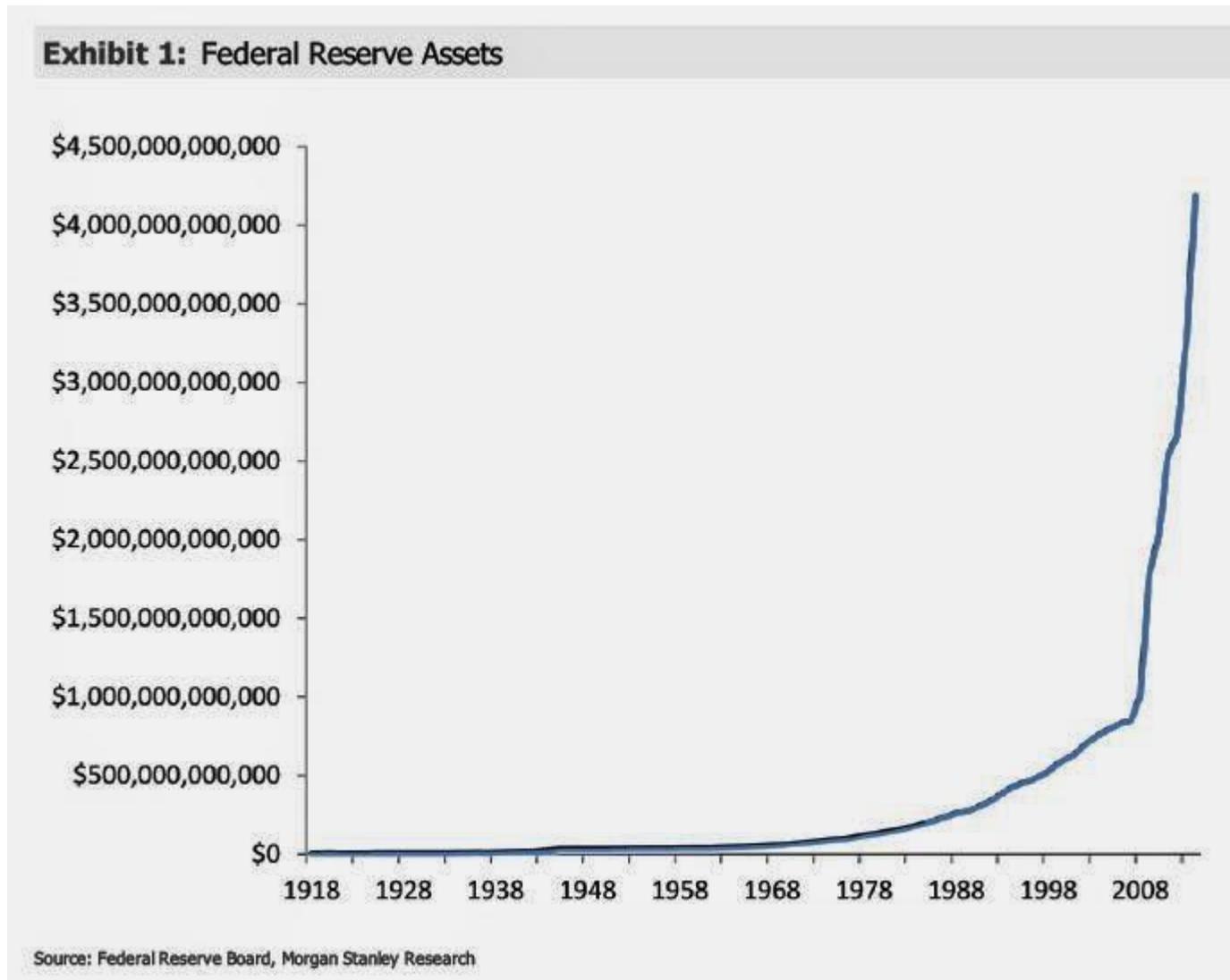


**Ca. 3,3 Bio. EUR**

**QUERSCHUESSE.DE**

Quelle: Bank of Japan

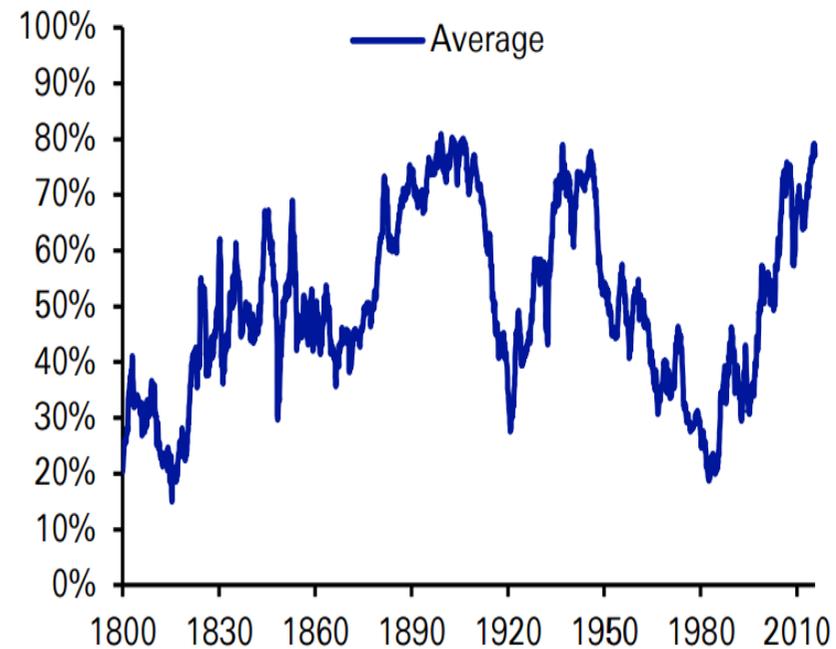
# USA: Amerikanische Notenbank ...



# Zinsen und Werte

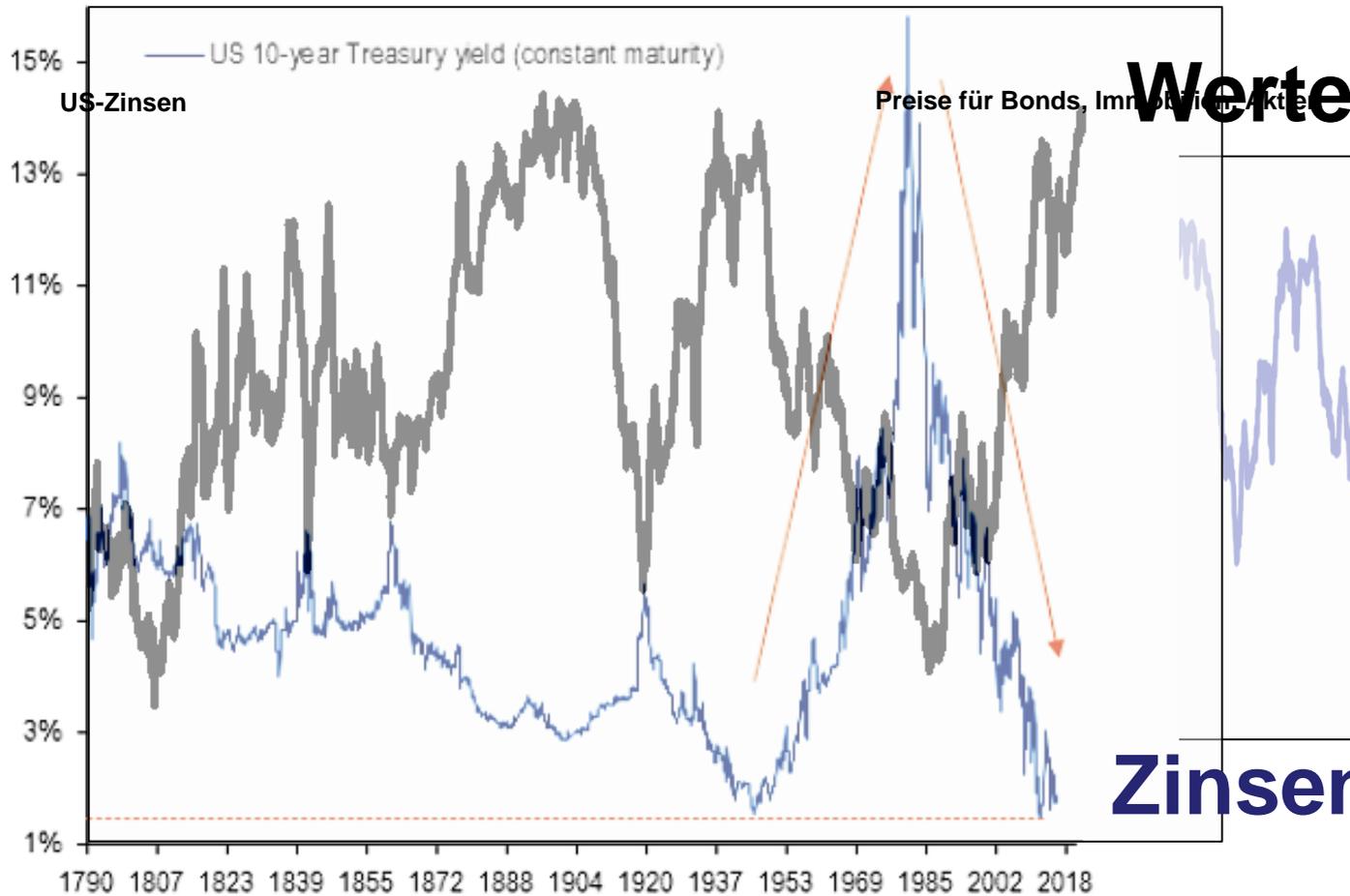


### Preise für Bonds, Immobilien, Aktien



Quelle: BofA Merrill Lynch Global Investment Strategy, Bloomberg

# Zusammenhang Zinsen und Werte



... halten Zentralbanken noch unten, um Werte oben zu halten

Problem:

- 1.) Fehlende Erlöse/Cash-flows
- 2.) Markt nimmt Entwicklung über Forwardzinsen vorweg

# Trump schafft „neue Erlöse/Cash-flows“: Markt nimmt Inflationserwartungen bereits vorweg ...



Quelle: [data.cnbc.com/quotes/US10Y/tab/2](http://data.cnbc.com/quotes/US10Y/tab/2)

**Hingegen: USA haben die  
Weltwährung und  
damit die Weltzentralbank ...**



# Warnungen...

[http://m.finanzen100.de/finanznachrichten/wirtschaft/ex-fed-chef-greenspan-warnt-das-ist-die-schlimmste-zeit-es-gibt-nichts-vergleichbares-die-inflation-kommt\\_H1413125076\\_293066/](http://m.finanzen100.de/finanznachrichten/wirtschaft/ex-fed-chef-greenspan-warnt-das-ist-die-schlimmste-zeit-es-gibt-nichts-vergleichbares-die-inflation-kommt_H1413125076_293066/)

Ex-Fed-Chef Greenspan warnt

## „Das ist die schlimmste Zeit, es gibt nichts Vergleichbares“, „Die Inflation kommt“

1. Juli 2016

Der weltweite Aktienmarkt hat sich in den vergangenen Tagen vom Brexit-Schock deutlich erholt. Alan Greenspan, der ehemalige Chef der US-Notenbank warnt aber, dass nach dem Brexit die Aussichten schlechter seien als je zuvor. Er warnt vor dem drohenden starken Anstieg der Sozialausgaben in den USA und dem Ende einer derartigen Entwicklung – **hoher Inflation**.

„Das ist die schlimmste Periode, an die ich mich erinnern kann, seitdem ich ein öffentliches Amt hatte. Es gibt nichts Vergleichbares, einschließlich der Krise am 19. Oktober 1987, als der Dow Jones um den Rekord von 23 Prozent eingebrochen war. Ich dachte, das wäre der Tiefpunkt aller Probleme. Das (der Brexit) hat einen zersetzenden Effekt, der nicht weggehen wird“, sagte Alan Greenspan, der ehemalige Chef der US-Notenbank. „Das britische Problem ist viel weiter verbreitet.“

Rentenansprüche sind nicht finanzierbar

Große Sorgen hat Greenspan aber nicht nur wegen des Brexit, sondern wegen des rasanten Anstiegs der Sozialausgaben in den USA. Sie würden wegen der gemachten Rentenzusagen und der Gesundheitskosten nach oben schießen. „Diese Ansprüche sind rechtliche Angelegenheiten. Sie haben nichts mit der Wirtschaft zu tun. Man erreicht ein bestimmtes Alter, oder wird krank, oder etwas Derartiges und man ist zu entsprechenden Zahlungen vom Staat berechtigt, ganz egal, wie es finanziert wird.“ Das Wirtschaftswachstum in den USA sei aber viel zu gering, um sich einen derartigen Anstieg der Rentenzahlungen und Gesundheitsleistungen künftig leisten zu können. „Ich weiß nicht, wie sich das auflösen wird, aber es wird eine Krise geben.“



***„Meistens belehrt erst der Verlust  
uns über den Wert der Dinge.“***

**Arthur Schopenhauer**

# Was tun?



- ✓ **Wachsam bleiben ...**
- ✓ **Zinspositionen analysieren ...**
- ✓ **Lücken schließen ...**
- ✓ **Möglichst Schuldendeflation vermeiden!**

# Ansprechpartner



## Heinz Reich

Diplom-Bankbetriebswirt (BA)  
Diplom-Betriebswirt (FH)

Telefon: 089 / 8299 46 – 60  
Email: [info@bundesverband-zinssteuerung.org](mailto:info@bundesverband-zinssteuerung.org)  
Adresse: Offenbachstraße 41, 81245 München

Mitglied des Vorstands Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V.

### Schwerpunkte:

Kommunale Zinssteuerung, Bilanzierung, Steuern, Controlling, Bankensteuerung, v.a. Steuerung des allgemeinen Zinsänderungsrisikos, Bankaufsichtsrecht, MaRisk

### Publikationen:

Absicherung von Zinsänderungsrisiken, Quo vadis kommunales Zinsmanagement? 01/2013, Was versteht man unter "Optimierung"? Oder: Fehler im System? 04/2013, Fortgeführte Portfoliobewertungseinheit 05/2013, Konnexität: Mehrere Swaps 06/2013, Absicherung der Zinsänderungsrisiken von Liquiditätskrediten (Kassenkredite) 02/2014, „Nullzinsen“ – Banken, was nun? Zinsbuchsteuerung in der Niedrigzinsphase 01/2015, Der Receiver-Swap als Sicherungsinstrument: Absicherung von Wertänderungsrisiken im kommunalen Schuldenmanagement 02/2015, Kommunale Zinssicherung in der Niedrigzinsphase 03/2015, Die Beurteilung der Durchhalteabsicht von Bewertungseinheiten in der Praxis 05/2015, Die Sinnhaftigkeit der Risikoklassifizierung von Finanzinstrumenten (Derivaten) 07/2015, Der Microhedge in Nöten oder die Vorzüge des Portfoliohedgedes 02/2016, 03/2016 Sicherungsbeziehungen im kommunalen Schuldenportfolio

Abrufbar über [www.boez.org](http://www.boez.org) (zum Teil Anmeldung/Mitgliedschaft erforderlich)