

# Zinswende und Inflation: Folgen für die Unternehmensfinanzierung

## 12 Thesen mit einem Ausblick auf 2023 und 2024

Prof. Dr. Urban Bacher und Prof. Dr. Robert Nothhelfer\*

**Dreißig Jahre lang sind die Zinsen auf ein nie dagewesenes niedriges Niveau bis auf unter Null gefallen. In diesem Jahr hat sich die Situation gedreht: Die Zinsen sind binnen weniger Monate stark angestiegen, und die Notenbanken haben vor wenigen Tagen eine erneute Zinsrunde eingeleitet. Der Grund: Die Inflation liegt in den USA und in Europa bei hohen 8 % bzw. 11 %. Der Beitrag schildert kurz die aktuelle Lage und versucht, in zwölf Thesen die Situation für die nächsten zwei Jahre zu beschreiben.**

Eine Kurzfassung des Beitrags finden Sie hier.

## I. Niedriges Zinsniveau trotz Zinswende

Ein guter Indikator für den Rentenmarkt ist der Zins für zehnjährige Staatsanleihen. Deren Rendite ist 30 Jahre lang gefallen, wie **Abb. 1** verdeutlicht:

- ▶ Von 8 % kommend ist die Rendite im Jahr 1996 unter die Schwelle von 6 % gefallen, 2010 unter 3 %;
- ▶ von 2015 bis 2019 pendelte die Rendite um die Nullmarke;
- ▶ seit Sommer 2019 bis ins letzte Jahr 2021 hinein war die Rendite negativ.

30 Jahre sinkende Zinsen auf dem Rentenmarkt

Der Tiefstand für den Zehn-Jahreszins für Bundesanleihen lag im März 2020 bei -0,8 %. In diesem Jahr drehte die Zinsentwicklung: Innerhalb von nur acht Monaten sind die Zinsen um über 2,5 Prozentpunkte gestiegen.

Ausgangspunkt dieser Zinsentwicklung war, dass die Zentralbanken die Finanzmärkte jahrelang mit billigem bzw. kostenlosem Geld geflutet haben. Bereits durch die Logistik- und Produktionsbeschränkungen, die aus der Bekämpfung der Corona-Pandemie folgten, entstanden erste Güterverknappungen, die zu steigenden Preisen führten. Der Ukrainekrieg und die damit einhergehende Energiekrise haben weltweit einen weiteren Inflationsschock in Gang gebracht.

Billiges Geld für die Märkte

Die Zentralbanken haben diese Entwicklung zunächst unterschätzt und sehen sich durch die jetzt stark gestiegenen Inflationsraten unter Druck gesetzt. In einer konzertierten Aktion haben die Zentralbanken ihre Leitzinsen seit Jahresanfang angehoben.

\* Prof. Dr. Urban Bacher lehrt Allgemeine BWL und Bankmanagement an der Hochschule Pforzheim. Prof. Dr. Robert Nothhelfer lehrt Allgemeine BWL an der Hochschule Pforzheim.

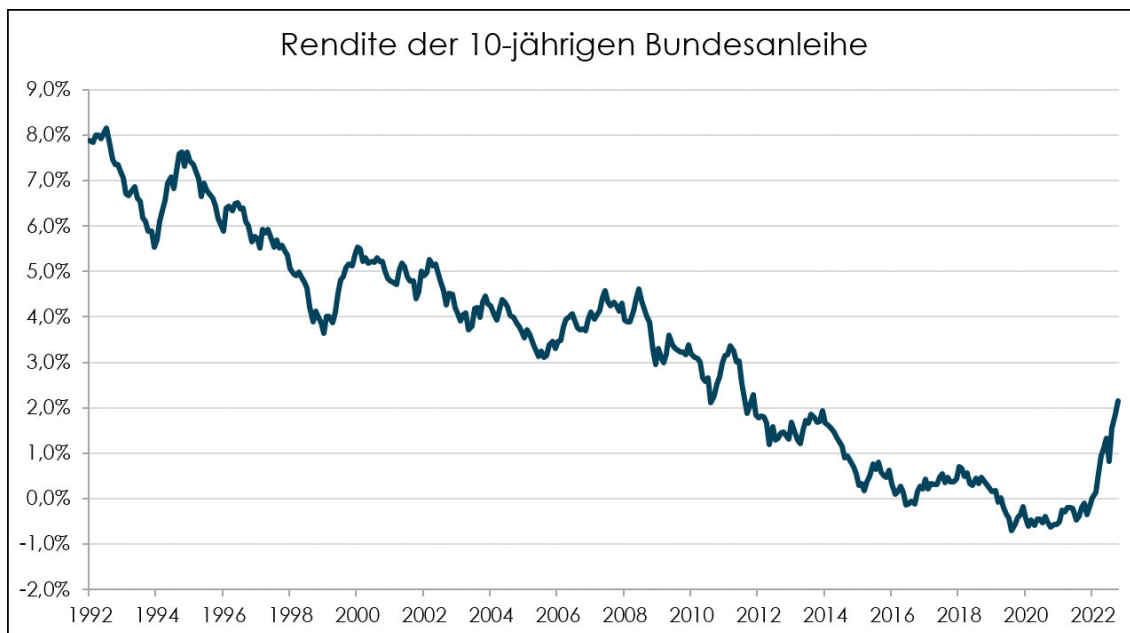


Abb. 1: Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe seit 1992 (Quelle: Bloomberg)

## II. Abschaffung der Zinsanomalie

Die amerikanische Zentralbank Fed hat im Jahr 2022 bisher sechsmal die Zinsen erhöht: von 0,25 % auf die neue Bandbreite von 3,75 % bis 4 %. Die Europäische Zentralbank EZB hat die Zinsen dreimal erhöht: von Null auf 2,00 %. **Abb. 2** verdeutlicht den Zinsvergleich der Eurozone mit den USA. Die Zentralbanken haben weitere Zinserhöhungen angekündigt.

Bacher/Metzner, Nullzinsen und deren Folgen für den Sparer und die Wirtschaft, BBK 19/2019 S. 931 NWB EAAAH-31226

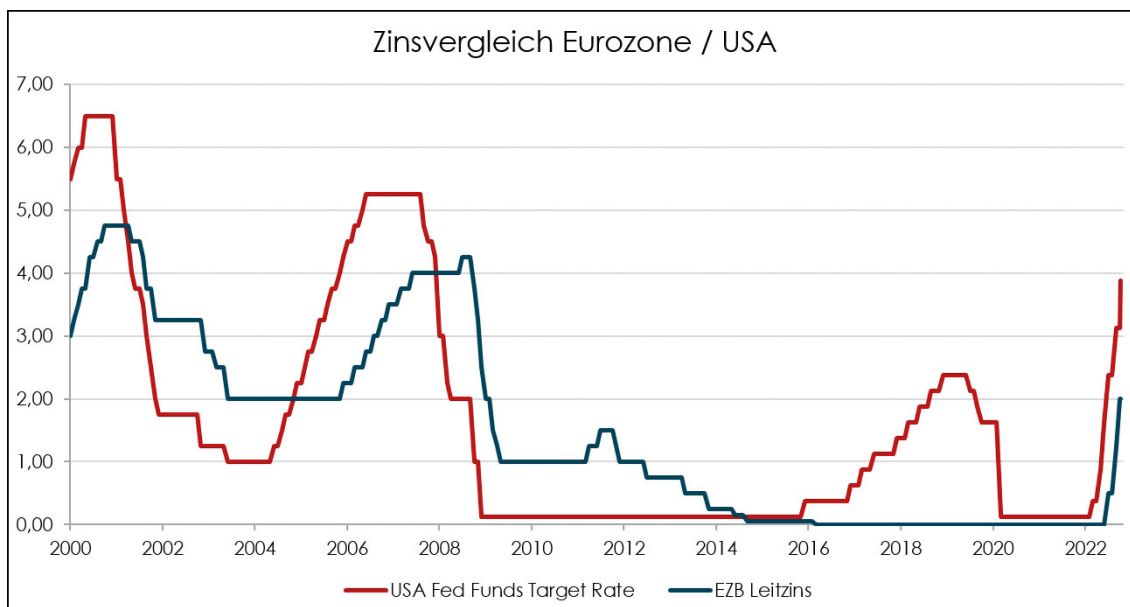


Abb. 2: Leitzinsen in der Eurozone und in den USA seit 2000 (Quelle: Bloomberg)

Die Leitzinsen der Zentralbanken dominieren den kurzfristigen Geldmarkt. Zehn Jahre lang war er praktisch ausgesetzt. Banken konnten in den USA und in Europa bei ihrer Zentralbank Geld faktisch in unbegrenzter Höhe „gratis“ abrufen und sollten über billige Kredite die Wirtschaft ankur-

Kurzfristiger Geldmarkt faktisch ausgesetzt

S. 1062

beln. Zudem konnten sich Banken in den letzten Jahren über den Gratiszugang zur Zentralbank Polster aufbauen bzw. sich nach der Banken- und Finanzkrise sanieren.

Die Zentralbanken haben auch massiv am Kapitalmarkt Anleihen gekauft und somit den langfristigen Zins (Kapitalmarktzins) stark nach unten gedrückt. So haben Zentralbanken aktive Wirtschaftspolitik betrieben. Hauptprofiteure des niedrigen Zinsniveaus waren die Staatshaushalte, Firmen mit Kreditbedarf und Häuslebauer.

So konnte sich der deutsche Fiskus jahrelang gratis verschulden und hat einige Jahre sogar noch Geld dafür bekommen, dass er Geld von Gläubigern entgegengenommen hat. Häuslebauer konnten bei erstrangiger Absicherung einmalige Kreditkonditionen von unter 1 % bei zehnjähriger Zinsfestschreibung sichern. Je nach Ratingergebnis lagen auch die Zinsen für Firmenkredite unter 2 %. Mittlerweile sind die Zinsen aber stark gestiegen. So haben sich die Bauzinsen mehr als verdreifacht: 3,5 % und mehr für zehnjährige Zinsbindungen sind aktuell die Regel.

### **Ergebnis:**

Das Koordinatensystem der Renditen hat sich verschoben. Nach langer Zeit einer Zinsanomalie („Kapital hatte keinen Preis“) hat sich im Jahr 2022 praktisch „über den Frühling“ ein neues (normales, im historischen Vergleich aber immer noch niedriges) Zinsniveau herausgebildet.

Anleihekäufe der Zentralbanken

Wiederherstellung der Zinsnormalität

## **III. 12 Thesen zur Zinswende**

Für die nächsten zwei Jahre stellen wir folgende Thesen für die Zinssituation und somit für die Finanzierung von Investitionen auf:

### **These 1: Zinsen sind wieder „normal“**

Der positive Nominalzins ist wieder da, Negativzinsen sind bis auf weiteres vom Tisch und gehören der Vergangenheit an. Sofern noch nicht von der Bank selbst abgeschafft, sollten in einem vertrauensvollen Gespräch mit der Bank „Vereinbarungen über Verwahrtgelte“ aufgehoben, notfalls vom Bankkunden gekündigt werden.

Bacher, Liquiditätsmanagement zur Vermeidung von Negativzinsen – Gestaltungsalternativen zur herkömmlichen Bankeinlage, BBK 4/2021 S. 200 NWB TAAAH-70740

### **These 2: Guthabenzinsen auf Girokonten sind unwahrscheinlich**

Guthabenzinsen auf Girokonten wird es so schnell nicht geben. Grund hierfür ist, dass Banken abwarten und die Sichteinlagen der Kunden selbst gewinnbringend anlegen. Ein Sparen auf Tages- und Festgeldkonten rentiert sich wieder. Bis zu 2 % Festgeldzins werden aktuell bezahlt, bei Tagesgeldern liegt der Zins mit etwa 0,5 % weit darunter. Der Markt ist derzeit stark in Bewegung, die Tendenz ist steigend! Da die Inflationsrate noch einige Jahre hoch und weit über diesem Zinsniveau bleiben wird, ist dies in der Summe dennoch ein schlechtes Geschäft. Der Realzins bleibt weiterhin negativ und zumindest auf Jahresfrist „tiefrot“.

### **These 3: Zinsniveau wird weiter steigen**

Die Zinsen werden weiter steigen, weil die Zentralbanken zur Inflationsbekämpfung die Leitzinsen weiter anheben müssen. Primäre Aufgabe einer Zentralbank ist die Preisniveaustabilität, das selbst gesteckte Ziel der EZB ist eine Inflationsrate von „etwas über 2 %“. Dieses Ziel ist kurzfristig jedoch nicht erreichbar! Viel zu viel Geld wurde seit der Immobilienkrise in den USA (2008) und der

Inflationsbekämpfung bleibt längerfristig notwendig

Staatsschuldenkrise (2010 bis 2015) samt mehrerer Hilfspakete der EU in den Markt gepumpt. Auch die Energiepreise werden über den Winter hoch bleiben.

Da in Europa die Inflation monatlich im Vergleich zum Vorjahr gemessen wird, werden allein aus statistischen Gründen die Preise weiter anziehen. In einem Interview am 8.10.2022 in der Süddeutschen Zeitung bekennt der Chef der Bundesbank wörtlich: „Wenn es zehn Prozent Inflation gibt, aber nur 1,25 Prozent Zinsen, dann ist für mich der Handlungsbedarf klar. Ja, die Zinsen müssen weiter steigen – und zwar deutlich.“

S. 1063

## **These 4: Geldpolitik bleibt schwierig**

Die Geldpolitik steht vor einem schwierigen langen Weg, zumal die Inflationsrate in den USA bei über 8 % und in Deutschland bei über 10 % liegt, einem Niveau, das seit den 70er Jahren nicht mehr erreicht wurde. Viel zu zögerlich war die EZB mit ihrem ersten Zinsschritt! Insgesamt haben die Zentralbanken eine schwere Aufgabe vor sich, und die Inflationsbekämpfung kommt einer Hexerei gleich. Bildhaft wird das Problem mit dem „Ketchup-Flascheneffekt“ beschrieben: Erst kommt wenig Soße aus der Flasche, dann schwappt zu viel heraus, ein Zurück ist, wenn überhaupt, mühsam und schwierig. Konkret zur deutschen Situation: Eine Lohn-Preis-Spirale wird sich nicht völlig verhindern lassen. Auch wird der Umbau der Waren- und Energieversorgung Jahre dauern und viel Geld kosten.

Inflationsniveau wie in den 1970er Jahren

## **These 5: Sehr hohe Zinsen sind unwahrscheinlich**

Die EZB könnte in diesem Jahr noch einen Zinsschritt gehen, dann etwa auf 2,5 %. In Amerika geht es schneller: Die amerikanische Zentralbank Fed agiert viel dynamischer, dort werden bald Leitzinsen von mehr als 4 % zu sehen sein. Auf den europäischen Geldmarkt wirkt der amerikanische Leitzins wie ein Magnet und wird die europäischen Zinsen nach oben treiben. Dennoch: Die Weltwirtschaft schlittert in eine Rezession, Krisen werden uns weiterhin begleiten. Das schränkt den Handlungsspielraum der Zentralbanken stark ein. Auch haben wir die letzten drei Jahrzehnte gelernt, dass Zentralbanken überhaupt kein Interesse an hohen Zinsen haben. Ergo: Hohe Zinsen wird es nicht geben.

Sehr hohes Zinsniveau nicht im Interesse der Zentralbanken

## **These 6: Zinsniveau ist im historischen Vergleich immer noch niedrig**

Zinsen werden seit Jahrhunderten notiert. Im langfristigen Durchschnitt liegen die Realzinsen bei über 2 %, nominal am kurzen Ende bei etwa 5 % bis 6 % und am langen Ende etwa einen Prozentpunkt darüber. Nominelle Leitzinsen in Höhe von 3 % oder 4 % sind somit völlig normal und im langfristigen Vergleich eher niedrig bzw. moderat.

## **These 7: Investition in Geldvermögen bleibt unrentabel**

Einlagenzinsen und Anleiherenditen von 1 %, 2 % oder 3 % helfen beim Sparen bzw. bei der Geldvermehrung nicht, wenn die Inflation langfristig darüber liegt. Wer also 3 % Zinsen vereinnahmen kann, aber 6 % Inflation erleidet, legt zwar auf dem Papier 3 % zu, verliert aber insgesamt 3 % an Wert. Hinzukommt eine steuerliche Ungerechtigkeit: Der Zinsertrag von Geldanlagen muss versteuert werden, die Inflation ist steuerlich jedoch nicht absetzbar. Eine Investition in Geldvermögen ist daher auf absehbare Zeit nicht lohnend. Eine andauernde Entwertung von Geldvermögen wird zu zunehmender Unzufriedenheit bei den Sparern führen, die sich um den Nutzen ihres teilweise lebenslangen Konsumverzichts betrogen sehen.

Reale Wertverluste

## These 8: Schulden können sich lohnen

Schulden zu machen kann sich bei hoher Inflation weiter lohnen. Wenn langfristig die Inflationsrate über dem Zins liegt, d. h. bei langfristig negativen Realzinsen, gewinnen die Schuldner (Kreditnehmer). Für Sparer und Gläubiger bleibt die Ausgangssituation weiterhin schlecht. Sie erhalten nur scheinbar Erträge, Besitzer von Geld verlieren also weiter real an Wert.

## These 9: Hohe Inflation hat negative soziale Auswirkungen

Für die Gesellschaft sind hohe Inflationsraten gefährlich. Für Menschen mit geringen Einkommen sind hohe Haushaltskosten durch Preiserhöhungen z. B. bei Mieten, Energie, Lebensmittel, Versicherungen oder Abgaben schnell existenzgefährdend. Immer größere Bevölkerungsteile werden auf Transferleistungen angewiesen sein. Hohe Inflation begünstigt somit die Umverteilung von unten nach oben und kann gesellschaftlich destabilisierend wirken, wenn die Bevölkerung das Vertrauen in die Politik und die Geldwirtschaft verliert. Insofern sind stabile Preise und niedrige Inflationserwartungen gleichsam der „Kitt“ des gesellschaftlichen Zusammenlebens und Zusammenhalts, weil sie allen Beteiligten Sicherheit in ihren wirtschaftlichen Entscheidungen geben.

Inflation birgt soziale Sprengkraft

S. 1064

## These 10: Nachfrage nach Immobilien wird sinken

Der Immobilienmarkt wird durch hohe Zinsen unmittelbar getroffen. Hohe Wohnbauzinsen bremsen die Nachfrage nach Immobilien. Derzeit ist eine erste Stornowelle zu beobachten: Jeder neunte Bauantrag wird vom Bauherrn zurückgezogen. Es sind nicht allein die Zinsen, die neue Immobilien unerschwinglich machen. Es sind die hohen Grundstückspreise und rasant steigende Baukosten durch die Steigerung der Materialpreise und Facharbeiterlöhne, die den Erwerb von bebautem Grund und Boden unwirtschaftlich machen. Hohe Energiepreise, steigende staatliche Abgaben und rechtliche Verschärfungen des Immobilienbesitzes werden die Freude an Immobilieneigentum weiter trüben. Auch wirken bei hohen Anschaffungs- oder Herstellungskosten die in der Höhe begrenzten staatlichen Förderungen für den Eigenheimbesitz immer schwächer. Die hohen Immobilienpreise helfen Eigenheimbesitzern wenig, weil sie mit ihren Familien in ihrem Zuhause wohnen bleiben und nicht verkaufen wollen. Weitere Folge: Gebrauchtimmobilien können je nach Lage jetzt stark im Preis fallen, weil in der Krise das Kaufinteresse bzw. die Nachfrage nach Immobilien zurückgehen werden.

Markt für Immobilieninvestitionen drastisch eingebrochen

Sinkende Immobilienpreise wahrscheinlich!

## These 11: Investitionen können unrentabel werden

Bei hohen Zinsen rechnen sich viele Investitionen nicht mehr. Ist die Investition fremdfinanziert, kann sich der Leverage-Effekt drehen und negativ auswirken, wenn die Zinsen für das Fremdkapital über die Gesamtkapitalrendite ansteigen. Konkret gerät der Investor (Unternehmer) dann in eine Zinsfalle, wenn die Gesamrendite einer Investition geringer als der zu zahlende Kreditzins ist. Wer also mit seiner Investition nur 3 % Rendite erzielt, seiner Bank aber 4 % zahlen muss, läuft ins Risiko. Jeder dauerhafte Weiterbetrieb dieser Investition wäre nachteilig!

## These 12: Fokus sollte auf die Finanzplanung gelegt werden

Der Zinsaufwand ist für die deutsche Wirtschaft nicht das Problem. Nach wie vor sind die Zinsen im langfristigen Vergleich sehr moderat, und im Schnitt macht der Zinsaufwand bei Unternehmen gerade einmal 1,5 % vom Umsatz aus. Die Risiken bzw. das Rationalisierungspotenzial sind bei den Einsatzfaktoren wie z. B. Material, Personal, Energie, Marketing oder Logistik um ein Vielfaches höher.

Zinsaufwand kein besonders relevanter Kostenfaktor in % des Umsatzes

her. Wichtiger als steigende Zinsen ist für ein Unternehmen die Sicherung der Zahlungs- und Kapitaldienstfähigkeit. Vermehrte Insolvenzen von Unternehmen und Privatpersonen können neben der Verteuerung der Kredite durch steigende Zinsen auch zu einer Verknappung des Kreditangebots durch die Banken führen. Unternehmen sind gut beraten, stets ein kritisches Auge auf ihr Geschäftsmodell und auf die laufende Finanzplanung (Cashflow) zu haben. Unternehmer sollten das partnerschaftliche Verhältnis mit ihren Banken unbedingt weiter festigen!

## AUTOREN

---



**Prof. Dr. Urban Bacher**

ist Professor für Allgemeine BWL und Bankmanagement an der Hochschule Pforzheim ([www.hs-pforzheim.de/profile/urban-bacher](http://www.hs-pforzheim.de/profile/urban-bacher)).



**Prof. Dr. Robert Nothhelfer**

ist Professor für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre an der Hochschule Pforzheim ([www.hs-pforzheim.de/profile/robert-nothhelfer](http://www.hs-pforzheim.de/profile/robert-nothhelfer)).

**Fundstelle(n):**

BBK 2022 Seite 1060 - 1064

NWB RAAAJ-25732