

Zielgruppe: Professionelle Kreditnehmer
Lesedauer: 5 bis 10 Minuten

Zinsabsicherung für Kreditnehmende

Wichtige Kennzahlen für eine fundierte Entscheidungsgrundlage

Executive Summary

- Die historische Zinsentwicklung und die effektiv angefallenen Absicherungskosten zeigen auf, dass es schwierig ist, aus Zinskostensicht den optimalen Zeitpunkt für eine Zinsabsicherung zu bestimmen.
- Deshalb werden in dieser Analyse drei Kennzahlen illustriert, die für das Bestimmen des Zeitpunktes in die Entscheidungsgrundlage integriert werden sollten:
 - Ein hoher Swap-Spread indiziert einen hohen Aufpreis für das spezifische Risiko am Swapmarkt.
 - Der Term-Spread gibt Aufschluss darüber, bei welcher zukünftigen Zinsentwicklung die gleichen Kosten für eine Swaplösung wie bei einer Geldmarktfinanzierung anfallen würden.
 - Die erwartete Zinsvolatilität spiegelt die herrschende Unsicherheit an den Zinsmärkten wider. Eine hohe Zinsvolatilität führt zu höheren Zinsen und somit auch zu höheren Absicherungskosten.
- Die Sinnhaftigkeit einer Zinsabsicherung ist stets von der individuellen Situation abhängig und bedarf weiterführenden Analysen sowie einer professionellen Beratung.

Einleitung

Zu Zeiten des Tiefzinsniveaus waren die Konditionen für eine langfristige Finanzierung gegenüber einer Geldmarktfinanzierung relativ günstig, da eine geringe Wahrscheinlichkeit für eine bevorstehende Zinswende eingeräumt wurde. Angesichts der angestiegenen Zinsen und weiteren erwarteten Zinserhöhungen rückt jedoch die Frage, ob sich ein Umstieg in eine Finanzierung mit einem festen Zinssatz noch lohnt, immer stärker in den Vordergrund.

Kreditnehmende, die sich gegen steigende Zinsen absichern wollen, haben die Möglichkeit, einen Festkredit abzuschliessen. Ferner kann ein bestehender Geldmarktkredit durch den Einsatz von geeigneten Zinsderivaten wie etwa Zinsswaps in eine langfristige Finanzierung mit einem festen Zinssatz umgewandelt werden. Eine solche synthetische Festfinanzierung kann gegenüber einem üblichen Festkredit gewisse Vorteile bieten und liegt im Fokus dieser Analyse.

Die Sinnhaftigkeit einer Zinsabsicherung ist stets von der individuellen Situation, den Bedürfnissen und Erwartungen abhängig und bedarf einer professionellen Beratung. Nichtsdestotrotz werden in dieser Analyse wichtige Kennzahlen illustriert und untersucht, die bei der Entscheidung hinzugezogen werden sollten.

Nachfolgend wird der Einsatz von Zinsderivaten thematisiert und in einem Exkurs der Schweizer Swapmarkt vorgestellt. In einem nächsten Schritt wird anhand der historischen Zinsentwicklungen aufgezeigt, welche Absicherungskosten effektiv angefallen sind. Anschliessend werden wichtige Kennzahlen präsentiert, die als Bestandteil einer sauberen Entscheidungsgrundlage miteinbezogen werden sollten.

Zinsabsicherung durch Zinsderivate

Ähnlich wie bei einer konventionellen Versicherung dienen Derivate zur Zinsabsicherung dem Zweck, die Risiken von steigenden Zinsen auf eine Drittpartei zu transferieren. Dieser Risikotransfer ist grundsätzlich mit Kosten verbunden, bietet aber gewisse Vorteile, die je nach Situation die zusätzlichen Kosten gegenüber einer kurzfristigen und variablen Finanzierung legitimieren können.

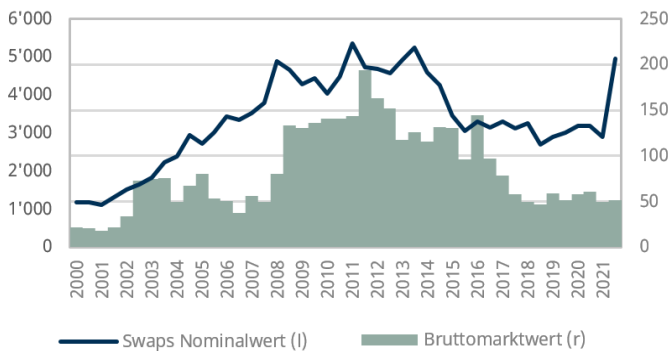
Ein primärer Vorteil einer Zinsabsicherung ist die wegfallende Zinskostenvolatilität und die damit einhergehende längere Planungssicherheit, die mit geringeren Abweichungen und Schwankungen gewährleistet werden kann. Zusätzlich kann dadurch das Risiko eines Liquiditätsengpasses sowie -überschusses reduziert werden. Dies kann sich wiederum gesamthaft gesehen kosteneinsparend auswirken, da beispielsweise im ersteren Fall teure Überbrückungsfinanzierungen besser vermieden werden können.

Um sich gegen unerwünschte Zinsbewegungen abzusichern, stehen verschiedene Zinsderivate zur Verfügung. Neben den klassischen Plain Vanilla Zinsswaps, bei denen zwei Gegenparteien vereinbaren, variable Zahlungsströme gegen feste Zahlungsströme auszutauschen, können auch weniger übliche Derivate wie Forward Rate Agreements (FRA), Caps, Floors, Collars oder auch Swaptions eingesetzt werden, um die gewünschten Absicherungseffekte zu erzielen. Diese Derivate kommen eher selten und in sehr spezifischen Fällen zum Einsatz. Daher konzentriert sich diese Analyse ausschliesslich auf den Einsatz von klassischen Zinsswaps.

Exkurs: Der Schweizer Swapmarkt

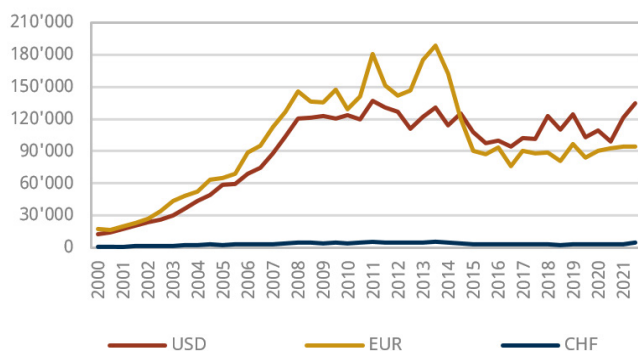
Die Kapitalisierung des Schweizer Marktes für ausserbörsliche (OTC) Zinsderivate wird von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) per Ende 2021 auf über 5'000 Mrd. USD beziffert. Zinsswaps trugen seit 2000 im Schnitt etwa 80% zum Nominalwert bei, wobei seit 2020 der Anteil auf 98% angestiegen ist. Der restliche Anteil setzt sich aus den FRAs und Zinsoptionen zusammen. Im Vergleich: Per Ende Januar 2022 waren am Schweizer Kapitalmarkt Anleihen mit einem Nominalwert von rund 559 Mrd. USD ausstehend.

Abbildung 1: CHF Swapmarkt: Nominal- und Bruttowert, in Mrd. USD



Quelle: Daten von BIZ per 30.11.2022

Abbildung 2: Vergleich Swapmarkt USD, EUR und CHF, in Mrd. USD



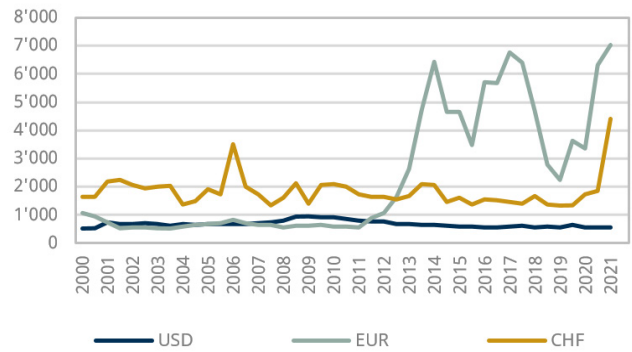
Quelle: Daten von BIZ per 30.11.2022

Der Bruttowert der Zinsswaps hingegen liegt deutlich tiefer und misst die Kosten, die bei einer Glattstellung aller ausstehenden Swapgeschäfte anfallen würden. Dieser betrug per Ende 2021 rund 52 Mrd. USD.

Unterzieht man den Schweizer Swapmarkt einem internationalen Vergleich, ist schnell zu erkennen, dass der amerikanische und der europäische Markt erheblich grösser sind.

Zudem ist der Schweizer Swapmarkt gemessen am Herfindahl-Index relativ stark auf wenige Akteure konzentriert.

Abbildung 3: Vergleich Swapmarkt: Herfindahl-Index



Der Herfindahl-Index ist eine Kennzahl zur Konzentrationsmessung. Ein hoher Herfindahl-Index weist auf eine starke Konzentration auf wenige Marktakteure hin und vice versa.
Quelle: Daten von BIZ per 30.11.2022

Ist der Zugang zu einer synthetischen Festfinanzierung gegeben, kann die Kombination eines SARON-Kredits mit einer Swapabsicherung gewisse Vorteile gegenüber einem Festkredit bieten. So kann je nach Situation eine Swaplösung zu günstigeren Konditionen abgeschlossen werden, da bei der Vergabe von Festkrediten der Margenspielraum nach oben für den Kreditgeber oft grösser ausfällt. Zudem kann bei der Umsetzung der Absicherungsstrategie die Swaplösung gegenüber einem Festkredit eine grössere Flexibilität bieten.

Historischer Vergleich

Zinsabsicherungen sind in der Regel mit Kosten verbunden. Um einen historischen Vergleich ziehen zu können, wird nachfolgend ein Geldmarktkredit, der für eine Laufzeit von maximal 10 Jahren alle drei Monate rolliert wird, mit einer synthetischen Festfinanzierung mit gleicher Laufzeit verglichen.

	Geldmarktfinanzierung	Swaplösung
Zinsbasis Kredit	3m LIBOR / 3m SARON	3m LIBOR / 3m SARON
Marge Kredit	+75 Bps	+75 Bps
0%-Floor	Ja	Nein
Swap (Fixed Leg)	-	Swapsatz + 20 Bps Marge

Es werden die annualisierten Kosten einer rollierenden kurzfristigen Finanzierung, basierend auf dem 3m LIBOR bzw. 3m SARON mit einer durchschnittlichen Marge von 75 Bps und einem vertraglich vereinbarten 0%-Floor, der Swaplösung gegenübergestellt. Die Struktur der Swaplösung setzt sich ebenfalls aus einer kurzfristigen Finanzierung mit gleicher Marge (ohne 0%-Floor) und einem Swapgeschäft mit einer Laufzeit von 10 Jahren zusammen. Dem Swapgeschäft wird zusätzlich zum anfallenden Fixed Leg eine durchschnittliche Marge von 20 Bps verrechnet.

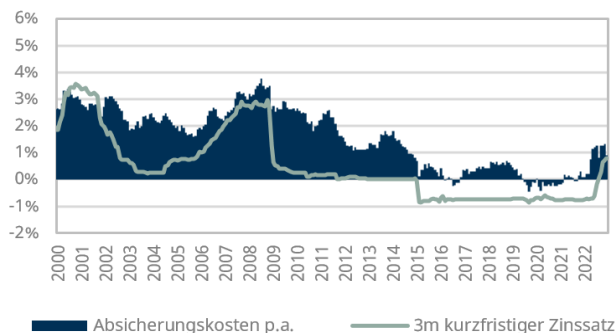
Rückblickend fielen die direkten Zinskosten bei einer Geldmarktfinanzierung meistens niedriger aus (Abbildung 4). Eine Ausnahme bilden die zwei Zeiträume während 2016/2017 und zu Pandemiebeginn, in denen die Absicherungskosten bis dato negativ sind (Abbildung 5). In beiden Phasen war der Swapsatz sehr tief. Dies war auf die Markthaltung zurückzuführen, die unter anderem auch in der langen Frist ein Tiefzinsumfeld erwartet hatte.

Abbildung 4: Vergleich der Zinskosten p.a. für eine 10-jährige Finanzierung



Die Abbildung zeigt rückwirkend zum Zeitpunkt des Abschlusses die tatsächlich angefallenen Zinskosten auf annualisierter Basis.
Quelle: Daten von Bloomberg per 30.11.2022

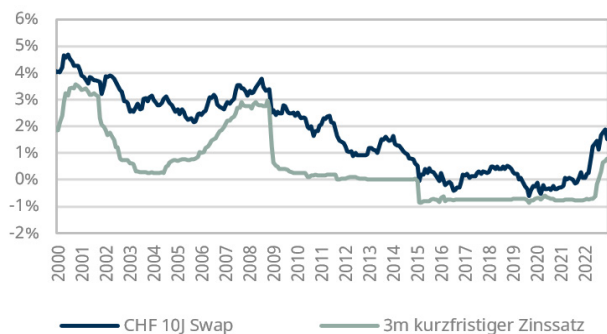
Abbildung 5: Vergleich der effektiven Absicherungskosten p.a. für eine 10-jährige Finanzierung



Die Absicherungskosten berechnen sich als die Differenz der annualisierten Zinskosten beider Finanzierungsstrukturen.
Quelle: Daten von Bloomberg per 30.11.2022

Abbildung 6 zeigt, dass nach Ende einer restriktiven Geldpolitik der 10-jährige Swapsatz gegenüber dem kurzfristigen Zinssatz sehr träge reagiert. Besonders in Phasen, in denen grosse Unsicherheit bezüglich der Geldpolitik und der Wirtschaft besteht, verharrt der Swapsatz trotz Leitzinssenkungen weiterhin auf hohem Niveau.

Abbildung 6: Historische Zinsentwicklung 3m Zinssatz und 10j Swapsatz



Für den Zeitraum vom 01.01.2000 bis 31.12.2021 wurde der 10-jährige Swapsatz vs. 3m LIBOR sowie der 3m LIBOR verwendet. Ab 2022 wird der 10-jährige Swapsatz vs. SARON Fixing 3 abgebildet. Für den kurzfristigen Zinssatz wird der 3-monatige Swapsatz vs. SARON Fixing 3 (3m SARON) verwendet.
Quelle: Daten von Bloomberg per 30.11.2022

Hingegen stieg der Swapsatz im aktuellen Umfeld bereits vor der ersten Leitzinsankündigung, welchen die meisten Ökonomen nicht erwartet hatten, auf etwa 2.00% an und unterliegt seither einer starken Volatilität.

Der historische Vergleich zeigt auf, dass der optimale Zeitpunkt für einen Swapabschluss nicht so einfach zu bestimmen ist. Der 10-jährige Swapsatz reagiert effizient auf makroökonomische und geldpolitische Schocks, weshalb für Kreditnehmende das kurze Zeitfenster nicht ausreicht, um ihre Finanzierung umzustrukturieren. Zudem unterliegt der Swapsatz starken Schwankungen, weshalb sich voreilige Entscheidungen im Nachhinein als kostspielig erweisen können.

Jedoch können gewisse Kennzahlen als Orientierung dienen, ob sich aus Sicht der Absicherungskosten der aktuelle Zeitpunkt als günstig erweisen kann. Nachfolgend werden wichtige Kennzahlen vorgestellt, die in die Entscheidungsgrundlage miteinfließen sollten.

Wichtige Kennzahlen für eine fundierte Entscheidungsgrundlage

Langfristige Swapsätze spiegeln die Markthaltung hinsichtlich diverser makroökonomischer Faktoren wider. Da die Basis für die langfristigen Swapsätze die Anleiherenditen der Bundesobligationen mit gleicher Laufzeit bilden, werden die Swapsätze grundsätzlich von denselben Faktoren beeinflusst wie die langfristigen Anleiherenditen. Dazu gehören primär die Erwartungen bezüglich des Wirtschaftswachstums, dessen Volatilität, der langfristigen Inflation und den zukünftigen Zinsen sowie auch deren Volatilität.

Beispielsweise führte unter anderem die Kombination einer hohen Inflationserwartung, einer höher erwarteten Wachstumsvolatilität und die Erwartung von zukünftigen Leitzinserhöhungen sowie deren Unsicherheiten dazu, dass mit den Anleiherenditen auch die langfristigen Swapsätze erheblich angestiegen sind. Daher ist es in erster Linie essentiell, die makroökonomische Situation zu verstehen und zu evaluieren, welche Prämien bereits in den Anleiherenditen und in den Swaps eingepreist sind und wieviel davon auch legitimiert werden kann.

Ist man der Meinung, dass die jeweilige Prämie für das tatsächliche Risiko ungerechtfertigt ist, kann es sich lohnen, den Swapabschluss hinauszuzögern oder sogar zu deklिनieren. Analog würden tiefe Prämien dafür sprechen, dass der aktuelle Zeitpunkt günstig für eine Zinsabsicherung ist.

Swap-Spread

Der sogenannte Swap-Spread, welcher sich als die Differenz zwischen dem Swapsatz und der Anleiherendite mit gleicher Laufzeit berechnet, kann indikativ für die Finanzkonditionen am Swapmarkt sein. Ein hoher Swap-Spread deutet in der Regel auf erhöhte Gegenparteierrisiken oder auf eine reduzierte Liquidität hin bzw. impliziert eine reduzierte Bereitschaft der Marktteilnehmer als Gegenpartei eines Zinsabsicherungsgeschäftes aufzutreten. Abbildung 7 veranschaulicht, dass der Swap Spread aktuell deutlich hoch liegt. Dies deutet darauf hin, dass bei einem Swapgeschäft ein hoher Aufschlag für die expliziten Risiken am Swapmarkt bezahlt werden muss.

Abbildung 7: Historische Entwicklung Swap-Spread



Der Swap-Spread berechnet sich als die Differenz zwischen dem 10-jährigen Swapsatz und der Anleihenrendite für Bundesobligationen mit gleicher Laufzeit.
Quelle: Daten von Bloomberg und SNB per 30.11.2022

Term-Spread

Wie bereits implizit erläutert, beinhaltet der langfristige Zinssatz eine Prämie für den langfristig erwarteten Leitzins. Das Extrahieren des bezahlten Aufschlags für die erwartete Leitzinsentwicklung würde aufzeigen, für welche Leitzinsentwicklung ganz genau bezahlt wird.

Da dieses Unterfangen mit grossem Aufwand verbunden ist, kann stattdessen der Term-Spread zwischen dem 10-jährigen Swapsatz und dem 3m SARON herangezogen werden. Summiert man die Differenz dieser beiden Zinssätze zum aktuellen 3m SARON-Satz, erhält man den erforderlichen durchschnittlichen 3m SARON-Satz über die gesamte Absicherungsperiode, bei der man gegenüber einer kurzfristigen Finanzierung gleichgestellt wäre. Beispielsweise würde ein aktueller Spread von 0.70% bedeuten, dass der 3m SARON über die gesamte Absicherungsperiode von 10 Jahren im Durchschnitt bei zusätzlichen 0.70% liegen müsste, damit die Zinskosten der Swaplösung in gleicher Höhe anfallen würden wie bei einem Geldmarktkredit.

Abbildung 8: Historische Entwicklung Term-Spread

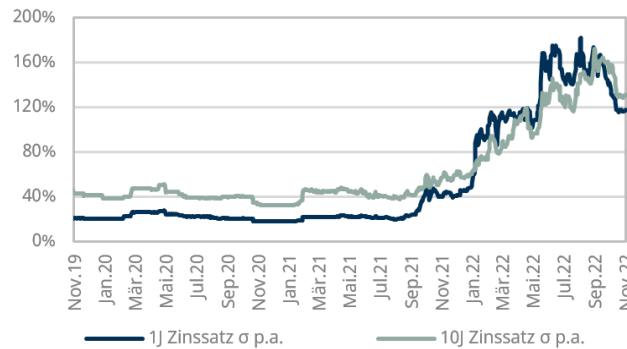


Der Term-Spread berechnet sich als die jeweilige Differenz zwischen dem 10-jährigen Swapsatz und dem 3m SARON.
Quelle: Daten von Bloomberg per 30.11.2022

Erwartete Zinsvolatilität

Unsicherheit treibt die langfristigen Zinsen in die Höhe. Insbesondere wenn die Zukunftsaussichten unsicher sind, können aufgrund der erwarteten Volatilität die langfristigen Zinsen und somit die Absicherungskonditionen ansteigen bzw. sich verschlechtern. Eine erhöhte Zinsvolatilität ist meistens dann vorhanden, wenn der geldpolitische Kurs unsicher ist bzw. die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik gefährdet ist.

Abbildung 9: Historische Entwicklung der implizierten Zinsvolatilität



Die erwartete Zinsvolatilität für den 1-jährigen Zinssatz bzw. für den 10-jährigen Zinssatz werden aus den jeweiligen OTC Swaptions impliziert, die in den nächsten drei Monaten auslaufen.
Quelle: Daten von Bloomberg per 30.11.2022

Abbildung 9 bildet die Entwicklung der kurzfristig erwarteten Zinsvolatilitäten für den 1-jährigen und den 10-jährigen Zinssatz ab. Hierbei handelt es sich um implizierte Werte, die von OTC gehandelten Swaptions hergeleitet werden. Diese können als indikative Werte für die kurzfristig erwartete Zinsvolatilität herangezogen werden. Eine hohe Zinsvolatilität bedeutet, dass ein hoher Aufschlag für die geldpolitische Unsicherheit bezahlt wird.

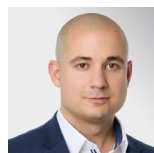
Weiterführende Analysen

Die illustrierten Kennzahlen sollten ebenfalls berücksichtigt werden, ob und wann eine Zinsabsicherung wieder aufgelöst werden soll. Statt den Swap auslaufen zu lassen, kann zu Zeiten von zu hohen Prämien mit einer Glattstellung oftmals der maximale Ertrag kapitalisiert werden. Sobald sich die Zinssituation beruhigt bzw. der geldpolitische Kurs klarer ist, kann eine Zinsabsicherung je nach Bedarf erneut in Betracht gezogen werden.

Unsere Analyse bezog sich auf eine 10-jährige Finanzierung bzw. auf den 10-jährigen Swapsatz und ist nicht abschliessend. Eine Vergleichsanalyse für verschiedene Laufzeiten ist ebenfalls empfehlenswert. Ausserdem sollten diese Kennzahlen auch beim Entscheid für einen Festkredit miteinbezogen werden. Banken refinanzieren sich nämlich am Swapmarkt und orientieren sich deshalb bei der Vergabe von festverzinslichen Krediten am entsprechenden Swapsatz.

Abschliessend möchten wir nochmals unterstreichen, dass der Entscheid für oder gegen eine Zinsabsicherung von der individuellen Ausgangslage und Erwartungen abhängt. Für eine optimale Entscheid ist es jedoch zentral, die Situation an den Zinsmärkten zu verstehen. Des Weiteren können Szenarioanalysen hilfreich sein, ungewollte Risiken zu erkennen.

Kontakt



Burak Er
Head Research
burak.er@avobis.ch



Sandro Sulcis
Co-CEO
sandro.sulcis@avobis.ch