



Kommunale Zinssicherung in der Niedrigzinsphase

Die Zinsen entwickeln sich scheinbar nur in eine Richtung – nach unten. Dieser Eindruck könnte entstehen, wenn man die Zinsentwicklung der letzten 20 Jahre betrachtet. Die Umlaufrendite der deutschen, börsennotierten Bundeswertpapiere¹ fiel von über sechs Prozent im Jahr 1995 auf einen Rekordtiefstand von derzeit nur noch rund 0,24 Prozent. Bundesanleihen mit bis zu sechs Jahren Laufzeit rentieren gegenwärtig negativ. Verstärkt wurde der Zinsrutsch zuletzt noch durch die Europäische Zentralbank, die ein massives Ankaufprogramm für europäische Staatsanleihen auflegt.² Noch nie waren die Zinsen so niedrig.³

Die Mehrheit der Finanzverantwortlichen in den Kommunen dürfte sich folglich an eine Zinsentwicklung gewöhnt haben: die des kontinuierlichen Zinsrückgangs. Da klingt es nicht verwunderlich, wenn manche glauben, dass die Zinsen nie wieder steigen.⁴

Betrachtet man allerdings einen sehr langfristigen Chart (1791 bis 2014) zur Zinsentwicklung, fällt auf, dass Zinsniveaus von über sechs Prozent durchaus keine Seltenheit sind. Nach dem New Yorker Börsencrash im Oktober 1929⁵ und der folgenden Weltwirtschaftskrise stiegen die Zinssätze in den Jahrzehnten darauf sogar deutlich auf annähernd 16 Prozent in den USA an (vgl. Abbildung 2).

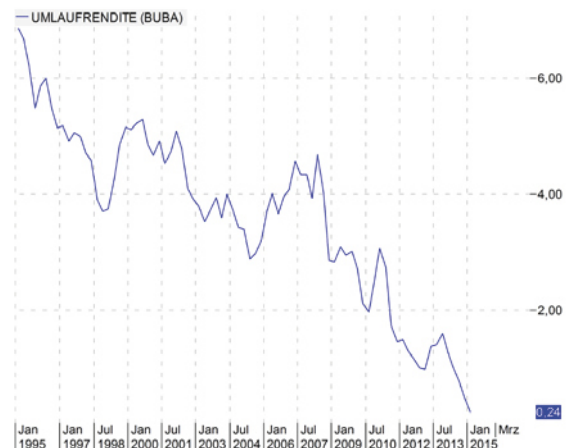


Abbildung 1: Umlaufrendite deutscher, börsennotierter Bundeswertpapiere, Quelle: vwd

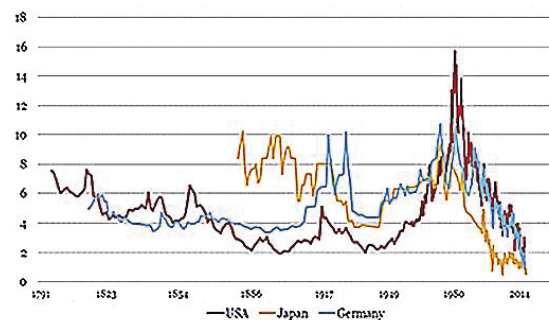


Abbildung 2: Rendite langlaufender Staatsanleihen, Quelle: HSH Nordbank

¹ Vgl. <http://boerse.ard.de/boersenwissen/boersenlexikon/umlaufrendite-100.html>

² Vgl. <http://www.wiwo.de/politik/konjunktur/draghi-flutet-die-maerkte-mit-geld-ezb-beschliesst-kaufprogramm-von-60-milliarden-euro-pro-monat/11266450.html>

³ Vgl. http://www.finanzen.net/special/nachricht/ungewisse_zukunft-0-4001947@print

⁴ Vgl. Leserkommentar zu <http://www.welt.de/finanzen/article131231050/Deutschen-Sparern-droht-totales-Zinsdebakel.html>

⁵ Vgl. <http://de.wikipedia.org/wiki/Weltwirtschaftskrise>



Nun könnte man argumentieren, dass in diesen, schon sehr lange zurückliegenden Zeiträumen, natürlich extreme Krisen, wie der zweite Weltkrieg oder die Ölkrise in den 70er Jahren, zu entsprechenden, heftigen Zinsanstiegen an den Finanzmärkten geführt haben.

Allerdings: Leben wir gegenwärtig nicht auch in einer Zeit mit ungewöhnlichen und unvorhersehbaren Entwicklungen? Können wir die Lehman-Pleite im Jahr 2008, die darauf folgende Finanz- und Bankenkrise mit ihren Stabilitätsprogrammen EFSF und EFSM⁶, die Staatsschuldenkrise, die Ukraine-Krise etc. künftig einfach so „unter den Tisch kehren“?

Quantitative Easing (das Fluten der Märkte mit Liquidität) entfaltet dann seine Wirkung, wenn das Zinsniveau relativ hoch ist. Bei sehr niedrigem Zinsniveau stellt es ein geldpolitisches Instrument der letzten Instanz dar, das zu Marktverzerrungen und Fehlinvestitionen führt und das Risiko einer mittelfristig ausufernden Geldentwertung nach sich zieht, welcher dann nur mit kräftig steigenden Zinsen gegengesteuert werden kann.

Werden Notenbanken ihr Niedrigzinsversprechen für immer aufrechterhalten oder könnten sie gezwungen sein, ihre Geldpolitik auch einmal überraschend zu ändern, wie das Beispiel der Schweizer Notenbank bereits eindrucksvoll zeigte?

Wir erkennen aus der Vergangenheit: Eine langjährige Niedrigzinsphase verleitet zwar dazu, an dauerhaft niedrige Zinsen zu glauben. Die Vergangenheit belegt jedoch, dass Zinsen auch wieder äußerst schnell und unvorhersehbar steigen können.

Die Zinslast von variabel verzinslichen und aus der Zinsbindung laufenden Darlehen (Prolongationen von Festzinsdarlehen) nimmt zu, falls die Zinsen steigen. Diese Darlehen weisen ein sogenanntes Zahlungsstromänderungsrisiko auf.⁷ Zur Absicherung von Zahlungsstromänderungsrisiken kann die Kommune Darlehen mit Festzins vereinbaren oder bewährte und standardisierte Sicherungsinstrumente⁸ wie beispielsweise Festzinszahlerswaps (Payer-Swaps) oder Zinsobergrenzen (Caps) einsetzen.

⁶Vgl. http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/Stabilisierung_des_Euro/Zahlen_und_Fakten/europaeische-finanzhilfen-efsf-efsm.html#doc283178bodyText5

⁷Vgl. IDW RS HFA 35, Tz. 21

⁸Vgl. IDW RS HFA 35, Tz. 38



Diese Finanzinstrumente beseitigen zwar das Zahlungsstromänderungsrisiko im kommunalen Darlehensportfolio, sie weisen allerdings, sobald sie eingesetzt werden, ein Wertänderungsrisiko⁹ auf. Festzinssicherungen verlieren regelmäßig an Wert, wenn das Zinsniveau sinkt. Bei Festzinsdarlehen ist ein negativer Wert auch als „Vorfälligkeitsentschädigung“¹⁰ bekannt.

Tabelle 1: Beispielhafte Berechnung Zeitwert/Vorfälligkeitsentschädigung

Beispiel: Wertänderung (vereinfachte Betrachtung)

Festverzinsliches Darlehen oder Payer-Swap nominal (a)	Zinsveränderung 2008 bis 2014 ¹¹ (b)	Restlaufzeit (c)	Veränderung Zeitwert (bei Darlehen: „Vorfälligkeitsentschädigung“) (a) x (b) x (c)
10.000.000 EUR	Zinsrückgang ca. 3,5 Prozent	5 Jahre	- 1.750.000 EUR

Das langjährige Absinken des Marktzinsniveaus bis nahe an die Nulllinie führt naturgemäß zu negativen Werten bei Festzinssicherungen. Da die Finanzinstrumente zur Absicherung von Zinsänderungsrisiken eingesetzt werden¹², sind negative Werte bei Zinssicherungsinstrumenten nichts „Verwerfliches“ und stellen selbstverständlich keinen Verlust im Sinne einer Spekulation dar.

Vorteilhaft ist es, im Rahmen einer kommunalen Zinssicherung nicht nur einseitig Sicherungen gegen Zahlungsstromänderungsrisiken vorzunehmen, sondern auch die vorstehend beschriebenen Wertänderungsrisiken von vornherein gezielt abzusichern, um beispielsweise negative Ablaufeffekte im Darlehensportfolio zu vermeiden.¹³

⁹Vgl. IDW RS HFA 35, Tz. 21

¹⁰Vgl. <http://de.wikipedia.org/wiki/Vorf%C3%A4lligkeitsentsch%C3%A4digung>

¹¹Vgl. Swap Rates, vwd

¹²Die Gemeinde hat finanzielle Risiken, wie das Zahlungsstromänderungsrisiko, zu minimieren, z.B. in Art. 61, Abs. 3, S. 1 Gemeindeordnung Bayern

¹³Vgl. Ablaufeffekte bei Zinsswaps, Fachinformation 01/2014, Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V.



Als Sicherungsinstrumente kommen hierfür ebenfalls Standardinstrumente wie beispielsweise der Festzinsempfänger-Swap (Receiver-Swap) zum Einsatz.^{14, 15} Dieses Zinsinstrument legt bei sinkenden Zinsen an Wert zu und kann beispielsweise die Wertänderungsrisiken von Festzinsdarlehen mit im vornherein berechenbaren, negativen Ablaufeffekten absichern.

Tabelle 2: Beispielhafte Berechnung Zeitwert/Vorfälligkeitsentschädigung

Beispiel: Wertänderung (vereinfachte Betrachtung)

Receiver-Swap zur Absicherung von Wertänderungsrisiken (a)	Zinsveränderung 2008 bis 2014 ¹⁶ (b)	Restlaufzeit (c)	Veränderung Zeitwert Receiver-Swap (a) x (b) x (c)
15.000.000 EUR	Zinsrückgang ca. 4,5 Prozent	2 Jahre	+ 1.350.000 EUR

Eine Kommune, die in ihrem Darlehensportfolio in den vergangenen Jahren nicht nur Zahlungsstromänderungsrisiken einseitig, sondern auch Wertänderungsrisiken absicherte, verfügt nun über stille Reserven in den Sicherungsinstrumenten (Receiver-Swaps). Dies ermöglicht es ihr nun, auf die Gefahren eines drohenden Zinsanstiegs wesentlich komfortabler reagieren zu können als eine Kommune, die bisher nur einseitig Zahlungsstromänderungsrisiken absicherte.

Wertänderungsrisiken entstehen bei festverzinslichen Finanzinstrumenten (Festzinsdarlehen, Payer-Swaps etc.) im Falle sinkender Zinsen. Ist das Zinsniveau bereits sehr tief oder nahe der Nulllinie, spielen diese Risiken in einem Darlehensportfolio zunehmend keine große Rolle mehr. Denn tiefer als Null können die Zinsen nicht fallen (Ausnahme: temporär negative Zinssätze).

¹⁴Vgl. „Dieses Risiko kann durch den Einsatz eines Receiver-Swaps eliminiert werden.“, 145. Vergleichende Prüfung „Haushaltsstruktur 2010: Städte“ im Auftrag des Präsidenten des Hessischen Rechnungshofs, Schlussbericht für die Stadt Steinau an der Straße, S. 80

¹⁵Vgl. Der Receiver-Swap als Sicherungsinstrument: Absicherung von Wertänderungsrisiken im kommunalen Schuldenmanagement, Fachinformation 02/2015, Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V.

¹⁶Vgl. Swap Rates, vwd



Folglich sollte der Blick in einem Niedrigzinsumfeld, besonders in extremen Situationen wie derzeit, auf die Zahlungsstromänderungsrisiken in einem Darlehensportfolio gerichtet sein. Vor allem bei Kommunen mit hohen, variabel verzinslichen Kassenkreditbeständen besteht ein immenses Zahlungsstromänderungsrisiko, das aufgrund des äußerst niedrigen Zinsniveaus und der damit zunehmenden Gefahr steigender Zinsen fortwährend gravierender wird. Manche Kommunen setzen in dieser Phase auf das „Prinzip Hoffnung“ und vernachlässigen den Blick auf das Zahlungsstromänderungsrisiko.¹⁷

Die Absicherung von Zahlungsstromänderungsrisiken erfolgt in der Steuerung des Darlehensportfolios, wie bereits betrachtet, mittels originärer (zum Beispiel Festzinsdarlehen) oder derivativer Finanzinstrumente (Standardsicherungsinstrumente, zum Beispiel Payer-Swaps).¹⁸

Welche Rolle spielen dabei bereits bestehende Receiver-Swaps?

Kommunen, die bisher ihr Darlehensportfolio unter den zwei möglichen Risikoaspekten Wertänderungs- und Zahlungsstromänderungsrisiken gesteuert und gesichert haben, verfügen in den bestehenden Receiver-Swaps regelmäßig über hohe positive Auflösungswerte (Zeitwerte).

Diese stillen Reserven können nun zum Beispiel dazu verwendet werden, das Sicherungsniveau von bereits bestehenden oder neuen Zinssicherungen gegen Zahlungsstromänderungsrisiken (beispielweise Payer-Swaps) zu „verbilligen“. Werden bei der Portfoliosicherung zudem nicht sofort startende Payer-Swaps, sondern erst in der Zukunft startende Zinssicherungsverträge verwendet, ist es möglich, das Portfolio umfassend gegen Zahlungsstromänderungsrisiken abzusichern, ohne den kommunalen Haushalt mit Zinssicherungskosten über ein vernünftiges Maß hinaus zu belasten.

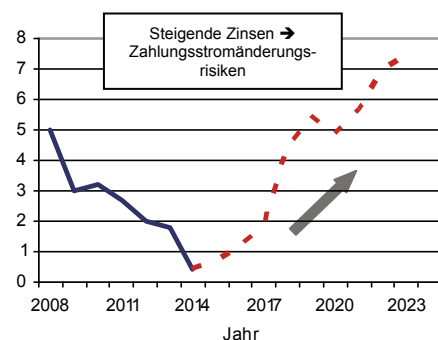


Abbildung 3: Beispielhafte Zinsentwicklung: Bei einem Zinsniveau nahe der Nulllinie dominiert der Blick auf die Zahlungsstromänderungsrisiken

¹⁷Vgl. „Prinzip Hoffnung“, WirtschaftsWoche, Nr. 50, 08.12.2014, S. 59

¹⁸Vgl. IDW RS HFA 35, Tz. 34



Fazit: Die Absicherung von Wertänderungsrisiken mittels Receiver-Swaps war in der Vergangenheit für die Kommunen sehr vorteilhaft. In der derzeit vorherrschenden, extremen Niedrigzinsphase rücken nun Zahlungsstromänderungsrisiken und deren Absicherung zunehmend ins Blickfeld. Werden Receiver- und Payer-Swaps bei der Absicherung des Darlehensportfolios kombiniert, kann das Sicherungsniveau gegen Zahlungsstromänderungsrisiken anschließend deutlich reduziert werden.

Heinz Reich
