



Ihre Meinung zählt? - Die Bedeutung von Zinsprognosen in der Zinssteuerung

Nur wer eine Meinung hat, darf Risiken absichern?

Der kommunale Haushalt ist so zu führen, dass finanzielle Risiken minimiert werden.¹ Mit derivativen Zinsinstrumenten können finanzielle Zinsänderungsrisiken effektiv und flexibel abgesichert werden.² Werden derivative Finanzinstrumente eingesetzt, finden sich in den sogenannten „Derivatverlassen“ der zuständigen Landesministerien (i.d.R. Innenministerien) regelmäßig Hinweise für deren Anwendung.

Falls derivative Zinssicherungsinstrumente eingesetzt werden, hat die Kommune scheinbar regelmäßig Prognosen über die weitere Zinsentwicklung zu erstellen. So schreibt beispielsweise das bayerische Innenministerium, dass „alle kommunalrechtlich zulässigen Zinssicherungsinstrumente (...) sorgfältige Prognosen (...) der Kreditzinsen“³ erfordern. Thüringen erwartet, „dass sich die Gemeinde eine Meinung über die voraussichtliche Zinsentwicklung bildet“,⁴ wenn sie sich Zinsderivaten bedient. In Nordrhein-Westfalen „hat die Gemeinde in eigener Verantwortung eine sorgfältige Prognose der künftigen Zinsentwicklung (Zinsmeinung) vorzunehmen“.⁵

Es stellt sich in diesem Zusammenhang die Frage, ob der Einsatz von Zinssicherungsinstrumenten tatsächlich die Bildung einer Zinsmeinung (Prognose) voraussetzt. Oder anders ausgedrückt: Darf eine Kommune, die keine Meinung über die weitere Zinsentwicklung hat, Zinsrisiken mit derivativen Zinssicherungsinstrumenten nicht absichern?

Verlässlichkeit von Prognosen

Das Wall Street Journal führt zu dem Thema Zinsprognosen seit Dezember 1982 eine halbjährliche Umfrage unter renomierten Ökonomen durch, die ständig aktualisiert wird. Die Umfrage „Wall Street Journal Survey of Economists“⁶ vergleicht die durchschnittliche Meinung der prognostizierten Zinsentwicklung mit der tatsächlichen Entwicklung.

¹ Vgl. Gemeindeordnung Bayern, Art. 61, Abs. 3, S. 1

² Vgl. Basisinformationen über Finanzderivate, Bank-Verlag GmbH, Köln 2008, S. 9

³ Vgl. Bayerisches Staatsministerium des Innern, Schreiben v. 14.09.2009, Zeichn IB4-1513.1-2, S. 4

⁴ Vgl. Bekanntmachung über das Kreditwesen der Gemeinden und Landkreise, 22.01.2010, S. 25

⁵ Vgl. Kredite und kreditähnliche Rechtsgeschäfte der Gemeinden (GV), RdErl. d. Innenministeriums vom 09.10.2006 - 34-48.05.01/01 -, Ziffer 2.1.1, Abs. 3

⁶ Vgl. Legg Mason and The Wall Street Journal Survey of Economists. www.davisfunds.com



Six Month Average Forecasted Direction vs. Actual Direction of Interest Rates											
Date	Forecast	Actual	Result	Date	Forecast	Actual	Result	Date	Forecast	Actual	Result
12/82	▼	▼	Right	6/93	▲	▼	Wrong	6/03	▲	▼	Wrong
6/83	▼	▲	Wrong	12/93	▲	▼	Wrong	12/03	▲	▲	Right
12/83	▼	▲	Wrong	6/94	▼	▲	Wrong	6/04	▲	▲	Right
6/84	▼	▲	Wrong	12/94	▼	▲	Wrong	12/04	▲	▼	Wrong
12/84	▲	▼	Wrong	6/95	▲	▼	Wrong	6/05	▲	▼	Wrong
6/85	▲	▼	Wrong	12/95	▼	▼	Right	12/05	▲	▲	Right
12/85	▲	▼	Wrong	6/96	▲	▲	Right	6/06	▲	▲	Right
6/86	▲	▼	Wrong	12/96	▼	▼	Right	12/06	▲	▼	Wrong
12/86	▲	▲	Right	6/97	▼	▲	Wrong	6/07	▼	▲	Wrong
6/87	▼	▲	Wrong	12/97	▲	▼	Wrong	12/07	▲	▼	Wrong
12/87	▼	▲	Wrong	6/98	▲	▼	Wrong	6/08	▲	▼	Wrong
6/88	▼	▼	Right	12/98	▲	▼	Wrong	12/08	▲	▼	Wrong
12/88	▲	▲	Right	6/99	▼	▲	Wrong	6/09	▲	▲	Right
6/89	▲	▼	Wrong	12/99	▼	▲	Wrong	12/09	▲	▲	Right
12/89	▲	▼	Wrong	6/00	▼	▼	Right	6/10	▲	▼	Wrong
6/90	▼	▲	Wrong	12/00	▲	▼	Wrong	12/10	▲	▲	Right
12/90	▼	▼	Right	6/01	▼	▲	Wrong	6/11	▼	▼	Right
6/91	▼	▲	Wrong	12/01	▼	▼	Right	12/11	▲	▼	Wrong
12/91	▼	▼	Right	6/02*	▲	▲	Right	6/12	▲	▼	Wrong
6/92	▼	▲	Wrong	12/02	▲	▼	Wrong	12/12	▲	▲	Right
12/92	▼	▼	Right								

Source: Legg Mason and The Wall Street Journal Survey of Economists. This is a semi-annual survey by The Wall Street Journal last updated December 31, 2012. *Benchmark changed from 30 Year Treasury to 10 Year Treasury. Past performance is not a guarantee of future results.

Abbildung 1: Wall Street Journal Survey of Economists

Das Ergebnis: Von Dezember 1982 bis Dezember 2012 waren die Vorhersagen der Ökonomen in 39 der 61 Perioden falsch, dies entspricht 64 % der Zeit (vgl. Abbildung 1). Der Autor John Kenneth Galbraith vergleicht die Vorhersage von Zinsen mit einem Blick in die Glaskugel. Viele Marktteilnehmer stürzen sich geradezu auf alle Informationen, die sie in den Medien finden. Die meisten wissen jedoch nicht, dass sie keinerlei Mehrwert aus den Informationen ziehen können. Galbraith empfiehlt, keine Zeit zu verschwenden für etwas, was unvorhersehbar und unkontrollierbar ist.⁷

⁷ Vgl. John Kenneth Galbraith, Davis Funds Studie "The Wisdom of Great Investors", http://www.davisfunds.com/document/read/the_wisdom_of_great_investors#page_8, S. 8



Einen weiteren Beweis, dass Prognosen keine verlässliche Größe sind, liefert ein Affe namens Adam Monk. Dieser hat über mehrere Jahre hinweg im Auftrag der Chicago Sun Times mit einem Stift Aktienkurse im Wall Street Journal markiert. Erstaunlicherweise stellten sich seine Prognosen oftmals als äußerst gewinnbringend heraus, und er war damit sogar erfolgreicher als viele seiner menschlichen Konkurrenten. Dieser Studie zufolge kann selbst ein Affe, welcher sich lediglich auf tierische Instinkte beruft, bessere Entscheidungen und Ratschläge bezüglich des Aktienmarktes vorweisen, als so mancher professionelle Marktteilnehmer.⁸

Diese Studien zeigen, dass die Finanzmärkte nicht selten unerwartete Entwicklungen mit sich bringen. Es kann immer wieder zu unvorhersehbaren Veränderungen kommen, wie auch die plötzliche und unerwartete Pleite der Lehman-Bank im September 2008 eindrucksvoll zeigte.

Halten wir fest: Die Trefferqualität von Prognosen im Finanzbereich ist sehr schwach. Wer eine Prognose erstellt, hat keinerlei Garantie dafür, dass die Vorhersage auch eintritt. Wer Zinsänderungsrisiken absichert und sich auf Prognosen verlässt, könnte eine äußerst unangenehme Überraschung erleben, falls die Meinung nicht eintritt. Die Steuerung von Zinsänderungsrisiken kann folglich durch Zinsprognosen nicht verlässlich erfolgen.

Risikosteuerung und -sicherung erfolgt prognosefrei

Was versteht man unter (Zinsänderungs-)Risiko? „Risiko“ wird in der Literatur unterschiedlich definiert. Den Begriffsbestimmungen gemeinsam ist die „Beschreibung eines Ereignisses mit der Möglichkeit negativer Auswirkungen“.⁹

Risiken werden quantifiziert, indem vor allem mögliche, und nicht (nur) prognostizierte Entwicklungen untersucht werden. Mögliche Zinsrisiken können mit unterschiedlichen Verfahren gemessen werden, beispielsweise mittels der in der Praxis gängigen Sensitivitäts- oder Szenarioanalyse.¹⁰ Diese Risikomessverfahren zeichnen sich dadurch aus, dass keine Zinsmeinung erforderlich ist. Das Zinsänderungsrisiko wird vielmehr durch die Veränderung des Zinssatzes, dessen Variation sich aus vordefinierten Stressereignissen ergibt, untersucht. Welche Rolle spielt dann aber die Prognose in der Risikosteuerung?

⁸ Vgl. <http://anlegen-lernen.de/affenstudie>

⁹ Vgl. <http://de.wikipedia.org/wiki/Risiko>

¹⁰ Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), Hannemann/Schneider, 2011, Schäffer-Poeschel Stuttgart, S. 247



Jeder darf selbstverständlich eine Meinung (Prognose) haben. Eine Meinung kann auch ein mögliches Szenario sein. Aber nicht jedes Szenario ist unbedingt eine Meinung. Für die Steuerung von Zinsänderungsrisiken sind Prognosen generell verzichtbar, mit einer Ausnahme: Liegt eine Zinsmeinung vor, die außerhalb der definierten Risikoszenarien liegt, ist der Szenariotrichter um mindestens dieses Prognoseszenario zu erweitern (vgl. Abbildung 2).

Generell kann zwar auch berechnet werden, welches Risiko (oder welche Chance) entsteht, falls die Prognose eintreffen würde. Dies ist jedoch für die Risikosteuerung nicht unbedingt erforderlich. Diese Erkenntnis setzt sich seit der Finanzkrise bei Fachleuten zunehmend durch: „Warum Zinsprognosen nichts taugen“¹¹ und „Warum Prognosen die Krise verschärfen haben“.¹²

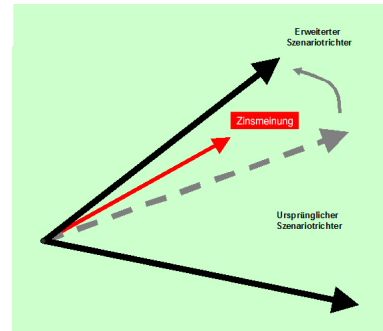


Abbildung 2: Szenariotrichter und Zinsmeinung

Auch der Deutsche Städtetag verweist in der Musterdienstanweisung für das Kommunale Zins- und Schuldenmanagement darauf, dass die Zinsmeinung nicht allein ausschlaggebend sein kann: „Unabhängig von dieser Zinsmeinung sollen Finanzderivate so eingesetzt werden, dass auch bei unvorhergesehenen wirtschaftlichen Entwicklungen, insbesondere einem Abweichen der tatsächlichen von der erwarteten Zinsentwicklung, die Ziele des Zins- und Schuldenmanagements nicht ernsthaft beeinträchtigt und der Haushalt keinen untragbaren Risiken ausgesetzt wird, (...)“.¹³

Warum wurde das Entwickeln einer eigenen Zinsmeinung in den Jahren vor der Lehman-Pleite als so wichtig erachtet? Die Antwort darauf ist recht einfach: In vielen internen Weisungsdiensten von Banken ist verbindlich geregelt, dass Mitarbeiter ihre Kunden nach deren Zinsmeinung zu fragen haben. Damit soll eine Haftungsübertragung von Bank zu Kunde erreicht werden. Aber auch dieses von den Banken viele Jahre praktizierte Vorgehen wurde mittlerweile durch ein Oberlandesgericht widerlegt: „Die Bank habe dem Kunden nicht den falschen Eindruck vermitteln dürfen, er könne die Erfolgsaussichten der angebotenen Verträge auf der Grundlage seiner „Zinsmeinung“ über die voraussichtliche Entwicklung der Interbankensätze abschätzen.“¹⁴

¹¹ Vgl. <http://www.handelsblatt.com/politik/oekonomie/nachrichten/ernuechternde-studie-warum-zinsprognosen-nichts-taugen/3388070.html>

¹² Vgl. <http://www.handelsblatt.com/meinung/gastbeitraege/konjunktur-warum-prognosen-die-krise-verschaerft-haben-seite-3/3138716.html>

¹³ Vgl. Dr. Frischmuth (Hrsg.), Musterdienstanweisung für das Kommunale Zins- und Schuldenmanagement, landesrechtliche Regelungen und Praxisbeispiele, 2011, Ziffer 3.3

¹⁴ Vgl. <http://www.olg-stuttgart.de/pb/Lde/1178536/?LISTPAGE=1178524>



Fazit: Bei der Risikosteuerung spielt die Vorhersage möglicher Risiken eine nebensächliche Rolle. Wer für den Einsatz von Zinssicherungsinstrumenten Zinsprognosen voraussetzt, handelt fahrlässig. Denn eine Kommune, die keine Zinsmeinung hat, könnte dazu verleitet werden, Zinssicherung zu unterlassen. Es geht vielmehr darum, Zinsrisiken prognosefrei und systematisch zu erkennen, zu berechnen und, falls die Risikostrategie dies vorsieht, zu sichern.
