



Kommunales Zins- und Schuldenmanagement - Wo steht es heute? Welche Schritte sind jetzt erforderlich?

Spätestens seit der Pandemie sind viele Kommunen mit der Situation konfrontiert, Dauerschuldner zu werden¹. Dies ist nichts Ungewöhnliches, da auch der Bund und die Länder dauernd und regelmäßig Schulden aufnehmen und damit Dauerschuldner sind². Um die Zinslasten der Schulden zu begrenzen, haben sehr viele Kommunen bereits vor einigen Jahren ein Zins- und Schuldenmanagement implementiert. Zur Absicherung von Zinsänderungsrisiken werden und wurden hierbei häufig einfache und bewährte Zinssicherungsinstrumente (Derivate) eingesetzt. Die Frage ist nun, welche Bedeutung und Stellenwert das kommunale Zinsmanagement heute hat, was in Zukunft zu erwarten ist und welche Schritte nun konkret unternommen werden sollten.

Die letzten Jahre waren geprägt von stark rückläufigen Zinsen

Nach der Lehman-Pleite („Finanzkrise“) im Jahre 2008³ wurden die Leitzinsen in den fortgeschrittenen Ländern beispiellos gesenkt, um eine Kreditklemme zu verhindern bzw. abzumildern. Notierten die Leitzinsen vor der Finanzkrise noch über vier (EU) bzw. über fünf (USA) Prozent⁴, so befinden sie sich heute bei Null bzw. leicht über Null. Die langfristigen Zinsen am Kapitalmarkt nahmen in diesem Zeitraum eine ähnliche Entwicklung. So sank der Zehnjahres-Euro-Zins von circa fünf Prozent stark ab, zum Teil in negatives Terrain.

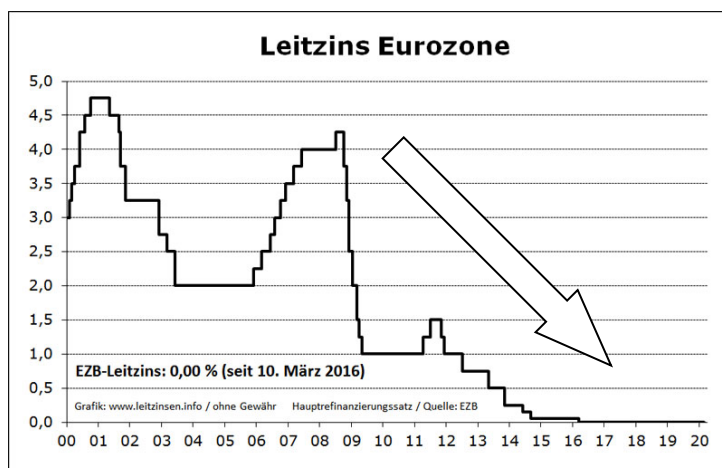


Abbildung 1: Entwicklung Leitzins Eurozone

¹ Vgl. <https://www.derneuekaemmerer.de/nachrichten/recht-steuern/gewerbesteuer-kommunen-verzeichnen-historischen-rueckgang-2007311/>

² Vgl. https://www.konsort.de/fileadmin/konsort/documents/RC_in_der_FA_2016_1_0.pdf;
<http://docplayer.org/3274963-23-das-land-als-dauerschuldner-mit-unbegrenztem-zinsaenderungsrisiko-im-korsett-der-schuldenbremse.html>

³ Vgl. https://de.wikipedia.org/wiki/Lehman_Brothers

⁴ Vgl. <http://leitzinsen.info/>

War diese Entwicklung für Kommunen vorteilhaft?

Betrachten wir beispielhaft eine Kommune, die Zinsinstrumente zur Absicherung von Zinsänderungsrisiken von Grundgeschäften⁵ im Rahmen ihres Schuldenmanagements bereits seit der Finanzkrise im Jahr 2008 einsetzt. Grundgeschäfte und Sicherungsinstrumente stehen dabei stets in einer Sicherungsbeziehung⁶ zueinander. Für das Gesamtportfolio an originären und synthetischen Krediten über rund 52 Mio. EUR betrug die Zinslast⁷ im Jahre 2008 rund 54 Mio. EUR. Heute, zwölf Jahre später, beträgt die Zinslast inklusive dem Bestand an Zinssicherungsinstrumenten noch rund 30 Mio. EUR, hat sich also nahezu halbiert.

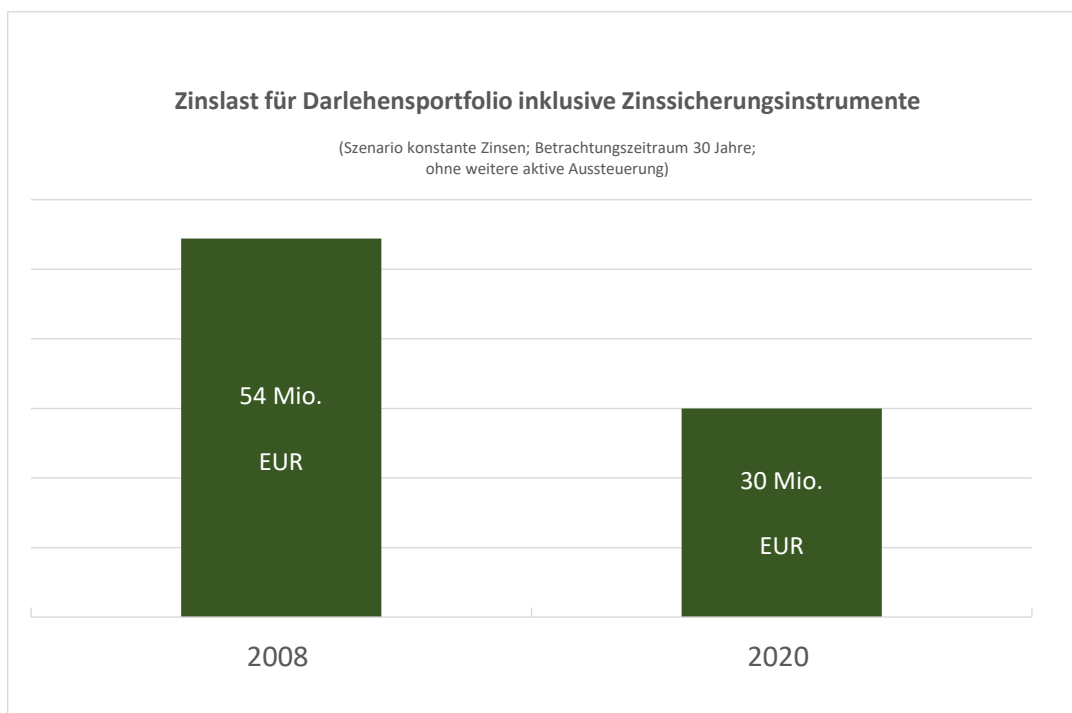


Abbildung 2: Deutliches Absinken der Zinslast

Die Zinslast der Kommunen ist folglich durch den ausgeprägten Zinsrückgang stark gesunken⁸. Auch wenn Zinssicherungsinstrumente gegen steigende Zinsen in den letzten Jahren, aufgrund der nicht vorhersehbaren, massiven Beeinflussung des Kapitalmarktes durch die Zentralbanken, rückwirkend betrachtet nicht nötig gewesen wären, die Kommune hat mit dem Einsatz von Zinssicherungsinstrumenten in der Gesamtsicht keinen Nachteil erlitten. Im Gegenteil, sie war die letzten Jahre, dem kommunalen Prinzip der Risikominimierung folgend⁹, stets abgesichert.

Dass Sicherung heute in Krisenzeiten umso wichtiger ist, zeigt die Entwicklung der Zinsmärkte im Jahr 2008, zu Zeiten der Finanzkrise. Das gesamte Weltfinanzsystem stand

⁵ Regelmäßig Darlehen und/oder Kredite

⁶ Vgl. § 254 HGB in Verbindung mit IDW RS HFA 35

⁷ Zinslast im Falle weiter konstanter Zinsen über einen Gesamtbetrachtungszeitraum von 30 Jahren

⁸ Davon ausgenommen sind Kommunen, die ihre Darlehen und Kredite über die Gesamtlaufzeit ausnahmslos festschreiben. Sie haben keinen Vorteil bei sinkenden Zinsen.

⁹ Vgl. Allgemeine Haushaltsgrundsätze der Kommunen, bspw. Art. 61 Abs. 3 S. 1 Bay. GO

damals „auf der Kippe“¹⁰. So stieg der 6-Monats-EURIBOR, der auch ein wichtiger Indikator für die Liquiditätsversorgung des Finanzsystems¹¹ ist, vor der Lehman-Insolvenz innerhalb von wenigen Monaten von rund vier Prozent auf über fünf Prozent stark an.

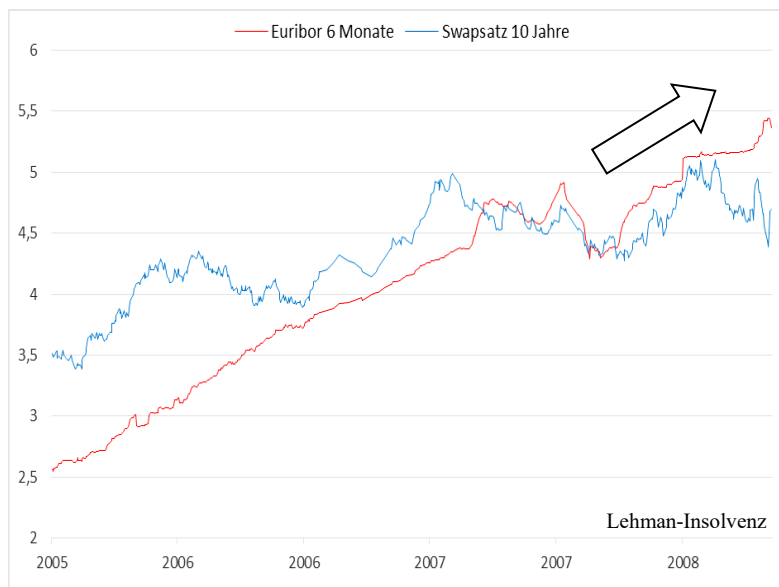


Abbildung 3: Anstieg des 6-Monats-EURIBORS im Jahr der Lehman-Pleite

Können die Zinsen überhaupt wieder ansteigen oder bleiben sie dauerhaft niedrig?

Die Zinsen befinden sich scheinbar dauerhaft auf einem niedrigen, ja sogar negativen Niveau. Über zehn Jahre nach der Finanzkrise werden Krisen mit immer mehr Zentralbankgeld bekämpft. Und dies könne auch ständig so weitergehen, Nebenwirkungen dieser massiven Beeinflussung der Kapitalmärkte seien nicht zu befürchten, so die Vertreter der „Modern Monetary Theorie“¹². Die Zinsen könnten auf sehr lange Zeit auf niedrigem Niveau verharren. Seriöse Ökonomen warnen jedoch mittlerweile vermehrt vor der Finanzierung mit der „Druckerpresse“. So beispielsweise Dr. Cyrus de la Rubia, Chefvolkswirt der Hamburg Commercial Bank: „Stellt man der Politik die Gewalt über die Notenpresse zur Verfügung, führt dies ins Verderben – die Weimarer Republik, Venezuela und Simbabwe und deren Erfahrungen mit Hyperinflationen lassen grüßen.“¹³.

Wann genau könnte es aber zu wieder steigenden Inflationsraten und damit einhergehend höheren Kapitalmarktsätzen kommen? Darüber sind sich Ökonomen nicht im Klaren. Es gibt aber zwei Ansätze, die durchaus einer etwas genaueren Betrachtung wert sind.

Zum einen ist dies die klassische **Quantitätstheorie**¹⁴. Die Geldmenge ist zwar in den letzten Jahren durch die Aktivitäten der Zentralbanken drastisch gestiegen, dennoch hat sich bisher keine nennenswerte Inflation in Konsumgütern entwickelt. Warum ist dies so? Ein Faktor in

¹⁰ Vgl. weser-kurier.de/deutschland-welt_artikel,-Fragen-Antworten-Wer-hat-Angst-vor-CDS-_arid,109362.html

¹¹ Vgl. <https://m.boersen-zeitung.de/artikel/2020-08-27/2020164005/der-druck-im-kessel-steigt>

¹² Vgl.

https://en.wikipedia.org/wiki/Modern_Monetary_Theory#:~:text=Modern%20Monetary%20Theory%20or%20Modern,taxes%20and%20satisfy%20savings%20desires.

¹³ Vgl. https://www.feri-institut.de/media/1877/feri_cfi_mmtomf_4927_190619-kurzversion.pdf

¹⁴ Vgl. <https://de.wikipedia.org/wiki/Quantit%C3%A4tstheorie>

der Quantitätstheorie ist die **Umlaufgeschwindigkeit** des Geldes. Diese war in den letzten Jahren deutlich rückläufig, wie folgende Grafik zeigt¹⁵. Die zusätzlich zur Verfügung gestellte Geldmenge floss vornehmlich in den Aktienmarkt und in andere Sachwerte (Vermögenspreisinflation), anschließend war sie nicht mehr im Umlauf. Sollte sich die Umlaufgeschwindigkeit jedoch, aus welchen Gründen auch immer, wieder erhöhen¹⁶, könnte sich dies relativ schnell auf die allgemeinen Inflationsraten auswirken.

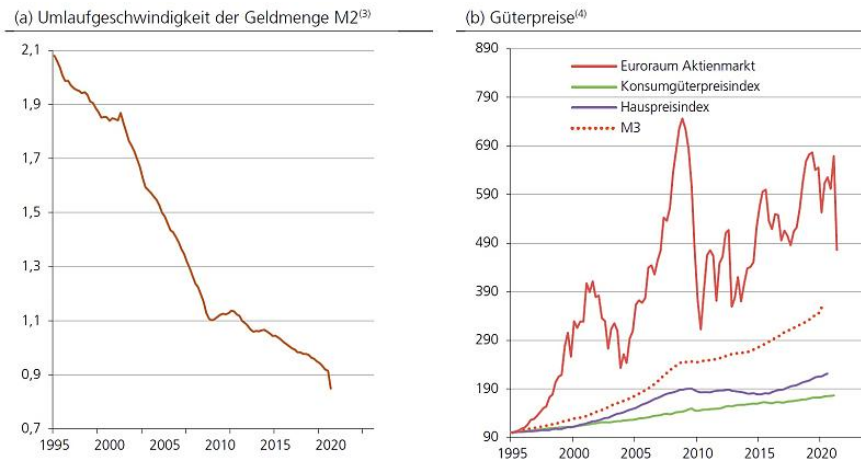


Abbildung 4: Umlaufgeschwindigkeit und Preisentwicklung¹⁷

Zum anderen gibt es einen interessanten Ansatz, den Dr. Ingo Sauer an der Goethe Universität verfolgt¹⁸. Er hat mit seinem Team vergangene **Inflationen** und **Hyperinflationen** wissenschaftlich untersucht. In der Praxis kam es zu Hyperinflation regelmäßig dann, wenn das **Vertrauen in eine Zentralbank** schwindet und in Folge die Solvenz einer Zentralbank angezweifelt wird¹⁹. Dies könnte insbesondere dann der Fall sein, wenn eine Zentralbank Anleihen kauft, diese aber in Folge einer schweren Wirtschaftskrise nicht mehr werthaltig sind. Werfen wir einen Blick auf die Europäische Zentralbank: Bei einer Bilanzsumme von derzeit rund 6.440 Milliarden Euro weist sie ein Eigenkapital von rund 11 Milliarden Euro²⁰ aus. Dies entspricht einer Eigenkapitalquote von rund 0,17 Prozent. Diese Quote würde, wäre die Zentralbank eine normale Geschäftsbank, einer aufsichtsrechtlichen Prüfung nicht mehr standhalten²¹. Mittlerweile beträgt die Bilanzsumme der Europäischen Zentralbank über 40 Prozent des Bruttoinlandprodukts der Eurozone^{22,23}, und sie diskutiert offen über die

¹⁵ https://www.focus.de/finanzen/boerse/experten/gastbeitrag-von-thorsten-polleit-geldflut-wieso-uns-die-inflation-gleich-von-zwei-seiten-trifft_id_12019306.html

¹⁶ Weil z.B. Geldbeträge auch stets zur Grundversorgung eingesetzt werden müssen (Menschen müssen sich ernähren, sich kleiden, ihre Wohnung bezahlen etc.), kann die Umlaufgeschwindigkeit nicht dauerhaft sinken, vgl. https://www.focus.de/finanzen/boerse/experten/gastbeitrag-von-thorsten-polleit-geldflut-wieso-uns-die-inflation-gleich-von-zwei-seiten-trifft_id_12019306.html

¹⁷ Ebd.

¹⁸ Vgl. <https://www.wiwi.uni-frankfurt.de/abteilungen/ei/professoren/klump/team/assistants/dr-ingo-sauer.html>

¹⁹ Vgl. <https://www.youtube.com/watch?v=zvut4oK9S80>

²⁰ Vgl. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.de.html>

²¹ Geschäftsbanken müssen eine Mindestkapitalanforderung von acht Prozent der risikobehafteten Aktiva erfüllen, vgl. https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/hold_capital.de.html

²² Vgl. <https://www.tagesgeldvergleich.net/statistiken/bilanzsummen-der-zentralbanken.html#fed>

²³ Vor einem Jahr waren es noch rund 20 Prozent, innerhalb eines Jahres hat sich die Bilanzsumme um das Doppelte im Verhältnis zum BIP ausgeweitet!

Gründung einer „Bad Bank“ für die bisher aufgekauften Schuldtitel²⁴. Ähnliches gilt für die Zentralbanken anderer, führender Industrieländer. Die Bonität der Zentralbanken schwächt sich folglich mit der derzeit laufenden Finanzierung von Staatsausgaben und -schulden immer weiter ab und könnte in naher Zukunft in Zweifel gezogen werden.

Die Geldpolitik hat mittlerweile einen Punkt erreicht bzw. bereits überschritten, der bislang noch als „Tabu-Thema“ galt: „Die „Monetarisierung“ staatlicher Ausgaben (oder Schulden) über die Notenpresse; umgesetzt durch „offene Geldschöpfung“ der Notenbank und unmittelbare Verwendung der so bereitgestellten, neuen Gelder für Zwecke der Staatsfinanzierung.“ „Sowohl das Problem ungezügelt wachsender Staatsverschuldung, das Risiko größerer Inflationsschübe als auch die Tendenz einer langfristigen Zerrüttung ganzer Finanzsysteme werden dadurch zukünftig in Gang gesetzt oder verstärkt.“²⁵.

Geschichte wiederholt sich scheinbar. Ludwig von Mises (1881–1973)²⁶, der bekannte Wirtschaftswissenschaftler, der eine führende Rolle bei der **Beendigung der Hyperinflation** in Österreich im Jahre 1922 und Reorganisation der Österreichischen Nationalbank einnahm, schrieb in diesem Zusammenhang bereits im Januar 1923: „Wir sahen, dass eine Regierung sich immer dann genötigt sieht, zu inflationistischen Maßnahmen zu greifen, wenn sie den Weg der Anleihebegebung nicht zu betreten vermag und den der Besteuerung nicht zu betreten wagt, weil sie fürchten muss, die Zustimmung zu dem von ihr befolgten System zu verlieren, wenn sich seine finanziellen und allgemein wirtschaftlichen Folgen allzu schnell klar enthüllen. So wird die Inflation zu dem wichtigsten psychologischen Hilfsmittel einer Wirtschaftspolitik, die ihre Folgen zu verschleiern sucht.“

Welche Bedeutung hat die kommunale Zinssteuerung heute vor diesem Hintergrund?

An den Kapitalmärkten herrscht seit Jahren eine ausgeprägte „Zinsflaute“. Einige Kommunen und Unternehmen sehen mittlerweile gar keine Notwendigkeit mehr, Zinssicherung mittels klassischen Zinssicherungsinstrumenten zu betreiben²⁷. Zu lange ist der Zins bereits so niedrig bzw. negativ, dass die Gefahr wieder steigender Zinsen scheinbar nicht gesehen wird. Zudem wecken Vertreter der „Modern Monetary Theory“ den Eindruck, der Zins könne nie wieder ansteigen.

Im Rahmen eines seriösen Risikomanagements kann sich jedoch das Ausrichten und Verlassen auf eine vorherrschende Entwicklung und eine Zinsmeinung als sehr schädlich erweisen. Nur weil bereits sehr lang Flaute herrscht, werden auf einem Segelboot, das den Atlantik überquert, auch nicht die Rettungsboote über Bord geworfen!

²⁴ Vgl. <https://www.handelsblatt.com/finanzen/geldpolitik/insider-ezb-treibt-plaene-fuer-bad-bank-im-kampf-gegen-wirtschaftsmisere-voran/25903316.html?ticket=ST-667723-P4srAyUh5mBDi9a4yY5X-ap4>

²⁵ Vgl. https://www.feri-institut.de/media/1877/feri_cfi_mmtomf_4927_190619-kurzversion.pdf

²⁶ Vgl. https://de.wikipedia.org/wiki/Ludwig_von_Mises

²⁷ Dem Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V. liegt die Aussage eines Vertreters einer großen kommunalen Körperschaft vor, wonach eine Zinssicherung der vorhandenen Milliardenschulden derzeit nicht mehr in Betracht gezogen wird.



In der kommunalen Zinssteuerung ist es deshalb aktuell sehr wichtig, die Gefahren eines Zinsanstiegs weiter einzukalkulieren und gegebenenfalls abzusichern. Es ist sehr wahrscheinlich, dass die exzessiven Rettungspakete und daraus folgende massive Ausweitung der Geldmengen irgendwann zu steigenden Inflationsraten und Zinsen führen werden. Und dies kann sehr schnell und ausgeprägt erfolgen. Dr. Ingo Sauer spricht in diesem Zusammenhang vom sogenannten „Ketchup-Flaschen-Effekt“²⁸. Zunächst spürt man überhaupt nichts, dann kommt sehr schnell alles auf einmal. In der Historie waren Inflation und Hyperinflation anfänglich nicht spürbar. Später trat Inflation allerdings plötzlich und mit voller Wucht auf²⁹.

Was ist im kommunalen Zinsmanagement aktuell zu beachten und welche Schritte sollten nun konkret unternommen werden?

Im Rahmen einer kommunalen Zinssteuerung sollte die Absicherung entsprechend dem kommunalen Prinzip der Sparsamkeit und Wirtschaftlichkeit³⁰ nicht einseitig erfolgen, sondern regelmäßig **beidseitig**. Dies bedeutet, dass neben Zahlungsstrom- auch Wertänderungsrisiken gemessen und gegebenenfalls abgesichert werden sollten³¹. Hat eine Kommune ihr Portfolio in den letzten Jahren beidseitig gesteuert und gesichert, bestehen nun aufgrund des markanten Zinsrückgangs stille Reserven im kommunalen Zinsportfolio. Diese können zur weiteren Aussteuerung eingesetzt werden.

Als zweiter Aspekt ist eine **Nachsicherung** ungesicherter Portfolioanteile auf dem aktuell historisch niedrigen Zinsniveau von großer Bedeutung, um die Sicherungswirkung im Falle steigender Zinsen zu erhöhen. Erfolgt dies nicht, weisen die bisher bestehenden Sicherungsinstrumente unter Umständen keinen ausreichenden Schutz mehr für das Gesamtportfolio auf. Im Rahmen einer aktiven Zinssteuerung, in der regelmäßig und nachhaltig Risiken der Grundgeschäfte und die Sicherungswirkung der eingesetzten

²⁸ Vgl. <https://www.youtube.com/watch?v=zvut4oK9S80>

²⁹ Vgl. <https://www.welt.de/wirtschaft/article175606791/IWF-warnt-vor-plotzlich-anspringender-Inflation.html>

³⁰ Vgl. Allgemeine Haushaltsgrundsätze der Kommunen, bspw. Art. 61 Abs. 2 S. 1 Bay. GO

³¹ Vgl. Fachinformation 02/2015: Der Receiver-Swap als Sicherungsinstrument: Absicherung von Wertänderungsrisiken im kommunalen Schuldenmanagement, Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V.

Zinssicherungsinstrumente gemessen werden, wird dieser Gesichtspunkt ohnehin regelmäßig berücksichtigt.

Dass Grundgeschäfte und Zinssicherungsinstrumente stets in **Sicherungsbeziehung** gemäß § 254 HGB und dem Regelwerk des IDW RS HFA 35 zueinander stehen sollten, wurde bereits in mehreren Fachinformationen ausführlich dargelegt³².

Fazit: Nur weil derzeit „Zinsflaute“ herrscht, wäre es fahrlässig, jetzt die Rettungsboote über Bord zu werfen! Der nächste Sturm kommt garantiert. Und in der Vergangenheit entwickelten sich Inflation bzw. Hyperinflation und daraus resultierend stark steigende Zinsen stets abrupt und schwallartig („Ketchup-Flaschen-Effekt“). Eine Absicherung sollte dabei stets beidseitig erfolgen und die derzeit historisch niedrigen Zinsen sollten zur Nachsicherung aktiv genutzt werden. So erfüllt die kommunale Zinssteuerung und das Schuldenmanagement ihre wichtige Funktion auch weiterhin effektiv und nachhaltig: Die Absicherung von Zinsänderungsrisiken!

Heinz Reich

³² Vgl. Fachinformation 03/2016: Sicherungsbeziehungen im kommunalen Schuldenportfolio, Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V.

Zweck des Bundesverbands öffentlicher Zinssteuerung e.V. seit seiner Gründung im Jahr 2012 ist die Förderung der Berufsbildung zum Zins- und Schuldenmanagement und zu finanzmathematischen Fragestellungen bei Zinssteuerungsmaßnahmen, insbesondere bei der öffentlichen Hand, sowie die Schulung zu dieser Thematik.

Dieser Zweck soll in erster Linie erreicht werden durch:

- eine systematische, wissenschaftlich-universitär begleitete Untersuchung des Fachgebietes des Zins- und Schuldenmanagements, insbesondere der Zinssteuerung.
- Veröffentlichung der Untersuchungsergebnisse und Erarbeitung von Zinssteuerungsstrategien.
- Durchführung von Seminaren und Kolloquien zur Behandlung von Fragestellungen zum Zins- und Schuldenmanagement und zur Zinssteuerung und deren finanzmathematischem Hintergrund zur Weiterbildung vorwiegend von Finanzverantwortlichen der öffentlichen Hand, jedoch offen für alle Vertreter von Institutionen, die mit Zinsänderungsrisiken befasst sind.
- Informationsvermittlung und Aufklärung an Aufsichtsorgane, Prüfungsorganisationen.
- Zusammenarbeit mit öffentlichen und privaten Aufsichtsorganen, Prüfungsorganisationen und Verbänden.
- Zusammenarbeit mit Initiativen ähnlicher Zielsetzung.

www.bundesverband-zinssteuerung.org