

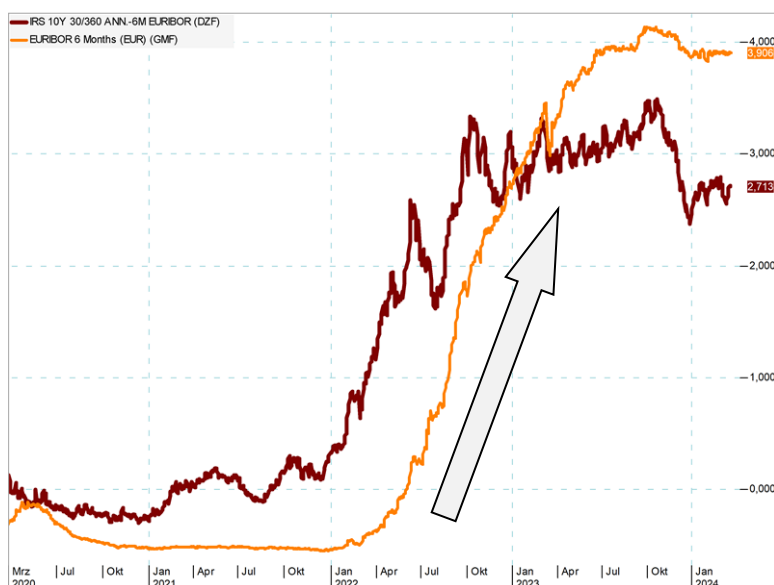


Warum kommunale Zinssteuerung eine langfristige Aufgabe ist

Die Zinssicherung kommunaler Schulden hat spätestens seit dem rasanten Zinsanstieg infolge deutlich steigender Inflationsraten im Jahr 2022 wesentlich an Bedeutung gewonnen. Nun sinkt allerdings seit Herbst vergangenen Jahres die Teuerung und die Notenbanken deuten bereits wieder Leitzinssenkungen an¹. Ist damit die Zinsabsicherung im Rahmen einer kommunalen Zinssteuerung schon wieder Makulatur?

Sehen wir uns zunächst die Zinsentwicklung der letzten vier Jahre an. Sehr gut zu erkennen ist der rasante Zinsanstieg vor allem im Jahr 2022 um rund vier Prozent:

Abbildung 1: 6-Monats-EURIBOR und Zehnjahres-Zinssatz



Quelle: vwd

Dass die Zinsen nach der immensen Geldvermehrung irgendwann einmal steigen müssen, wurde von sehr vielen, renommierten Ökonomen erwartet². Auch der Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V. hat dies in der Vergangenheit wiederholt thematisiert³ und im Herbst 2020 noch kurz vor der Zinswende vor einem möglichen starken und abrupten

¹ Vgl. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-03-07/ezb-behalt-leitzinsen-bei-und-stellt-senkungen-in-aussicht>

² Vgl. <https://www.hanswernersinn.de/de/schaeffler-wundersame-geldvermehrung-prometheus-07012022>

³ Vgl. beispielsweise Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V., Fachinformation 02/2017, Die Zinswende kommt!

Zinsanstieg gewarnt⁴. Unerwartet konnte der Zinsanstieg folglich nur für gänzlich uninformierte Marktteilnehmer kommen. Auch einige Anhänger der in den Jahren der Niedrig- und Negativzinsphase aufkeimenden „Modern Monetary Theory“⁵ hofften auf ewige Niedrigzinsen und hatten diesen markanten Zinsanstieg sicherlich nicht einkalkuliert. Mittlerweile ist die Inflation in der Eurozone, nachdem sie im Herbst 2022 mit 10,7 Prozent ein Rekordhoch erreicht hatte, wieder deutlich gesunken und notiert mit 2,6 Prozent nur leicht über dem Zielwert der Europäischen Zentralbank (EZB). Die Kerninflation liegt allerdings mit 3,1 Prozent noch deutlich darüber⁶. Mit den sinkenden Inflationsraten keimt nun die Hoffnung an den Zinsmärkten auf, dass die Notenbanken die Leitzinsen senken könnten. Die Zinssätze an den Kapitalmärkten preisen diese Erwartung seit Oktober letzten Jahres bereits ein. So ging beispielsweise der zehnjährige Zinssatz bis heute um rund ein Prozent deutlich zurück⁷.

Es gibt neben der rückläufigen Inflation allerdings auch einen weiteren, triftigen Grund, weshalb die Europäische Zentralbank nun die Leitzinsen senken will und dazu auch gezwungen werden könnte.

Die Europäische Zentralbank hat im Rahmen des sogenannten „Quantitative Easing“ bereits ab dem Jahr 2009 massiv Schuldpapiere am Kapitalmarkt aufgekauft⁸. Der Bestand in den Bilanzen der EZB und der nationalen Zentralbanken⁹ beläuft sich inklusive der vergünstigten Langfristkredite an Banken (TLTROs) auf die gewaltige Summe von rund 7 Billionen Euro¹⁰.

⁴ Vgl. Fachinformation 03/2020 Kommunales Zins- und Schuldenmanagement – Wo steht es heute? Welche Schritte sind jetzt erforderlich?

⁵ Vgl. https://de.wikipedia.org/wiki/Modern_Monetary_Theory

⁶ Vgl. https://www.n-tv.de/wirtschaft/der_boersen_tag/Inflation-in-Eurozone-schwaecht-sich-ab-Kernteuerung-noch-deutlich-zu-hoch-article24812073.html

⁷ Vgl. Abbildung 1: Zehnjahres-Zinssatz Oktober 2023 bis heute

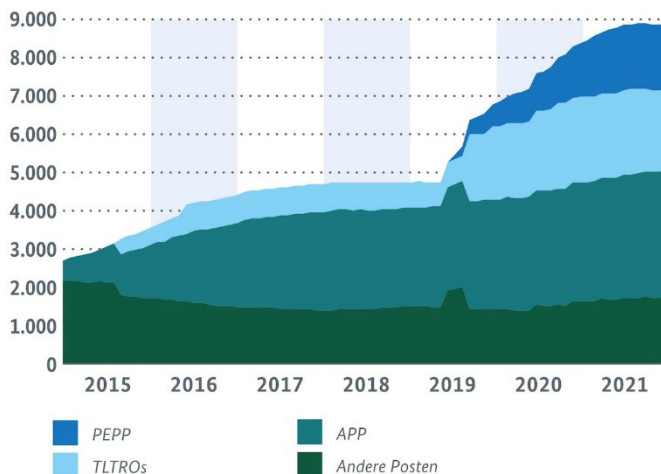
⁸ Vgl. https://de.wikipedia.org/wiki/Wertpapierkaufprogramme_des_Eurosystems

⁹ Die EZB und vor allem aber die nationalen Zentralbanken kaufen die Anleihen im Auftrag der EZB auf und verbuchen diese in ihrer jeweiligen Bilanz, vgl. <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/geldpolitik/geldpolitische-wertpapierankauefe/pandemic-emergency-purchase-programme-pepp--830356>

¹⁰ Vgl. <https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/Schlaglichter-der-Wirtschaftspolitik/2022/11/12-die-monetaere-entwicklung.html>

Abbildung 2: EZB-Bilanz (konsolidierte Bilanz des Eurosystems)

(in Mrd. Euro)



Quellen: EZB, Macrobond

Dieser hohe Bestand an Schuldpapieren und Krediten führt nun zu beträchtlichen Verlusten in den Gewinn- und Verlustrechnungen der Europäischen Zentralbank und der jeweiligen Notenbanken. So vermeldet beispielsweise die EZB für das Jahr 2023 einen Verlust von 1,3 Milliarden Euro¹¹, die Deutsche Bundesbank Verluste von rund 21,6 Milliarden Euro¹² und die französische Notenbank von mehr als 12 Milliarden Euro¹³. Wie kamen diese Verluste zustande?

Die Notenbanken haben verstärkt in der Niedrig- und Negativzinsphase Schuldpapiere mit sehr niedrigen Renditen aufgekauft und Kredite vergeben¹⁴. Verbucht wurden diese auf der Aktivseite der Bilanzen der Notenbanken. Die Deutsche Bundesbank gibt die durchschnittliche Verzinsung der über die Jahre aufgekauften Schuldpapiere für 2023 mit 0,37 Prozent an¹⁵. Dem gegenüber stehen auf der Passivseite nach den Leitzinserhöhungen der EZB zur Bekämpfung der Inflation hochverzinsliche, kurzfristige Einlagen der Kreditinstitute. Der von der Bundesbank zu zahlende Zins beträgt für diese Einlagen durchschnittlich 3,27 Prozent¹⁶. Macht eine Zinsbelastung von minus 2,90 Prozent oder 21,6 Milliarden Euro. Im Jahr 2023 wurde auch die Wagnisrückstellung, die für die Aufkaufprogramme über die Jahre hinweg gebildet wurde, durch die Deutsche Bundesbank bereits vollständig aufgelöst¹⁷. Blicke die aktuelle Zinssituation¹⁸ weiterhin bestehen, würde diese die Bilanzen einiger nationalen Zentralbanken weiterhin mit einer stark negativen Zinsspanne belasten¹⁹. Die Deutsche Bundesbank besitzt

¹¹ Vgl. <https://www.zeit.de/wirtschaft/2024-02/ezb-verlust-zinsen-inflation>

¹² Vgl. <https://www.bundesbank.de/de/presse/reden/jahresabschluss-2023--925312>

¹³ Vgl. <https://ch.marketscreener.com/boerse-nachrichten/nachrichten/Franzoesische-Zentralbank-greift-auf-Rueckstellungen-zurueck-um-12-Mrd-Euro-Verlust-zu-decken-46209196/>

¹⁴ Die Käufe der Notenbanken verstärkten den Renditerückgang am Kapitalmarkt zusätzlich.

¹⁵ Vgl. <https://www.bundesbank.de/de/presse/reden/jahresabschluss-2023--925312>

¹⁶ Vgl. ebd.

¹⁷ Vgl. ebd.

¹⁸ Inverse Zinsstrukturkurve: Der 6-Monats-EURIBOR notiert mit aktuell rund 3,9 Prozent weit über dem Zehnjahres-Zinssatz (Swap) in Höhe von rund 2,7 Prozent.

¹⁹ Vermutlich trifft eine deutlich negative Zinsspanne nur die bonitätsstärkeren Länder der Eurozone wie Deutschland und Frankreich, denn jede nationale Notenbank kaufte die Staatsanleihen ihres eigenen Landes. Im

zwar noch Reserven in ihrer Bilanz, insbesondere Goldreserven²⁰. Auf diese müsste allerdings zurückgegriffen werden, blieben die Zinsen auf dem bisherigen Niveau. Eine Senkung der Leitzinsen muss letztendlich Abhilfe schaffen, um die Notenbanken nicht in ernsthafte Bedrängnis zu bringen. Die Verzinsung der Einlagen der Banken auf der Passivseite muss sich deutlich reduzieren.

Halten wir fest: Der jahrelange Aufkauf von Schuldpapieren durch die EZB seit 2009 führt nun zu deutlich negativen finanziellen Auswirkungen bei einigen Notenbanken. Mittlerweile gibt es Indizien, dass die EZB Leitzinssenkungen gerade deshalb einleiten will, um diese Probleme zu beheben. EZB-Chefin Christine Lagarde suchte auch zuletzt augenscheinlich nach jedem Grund, um die Zinssätze bald senken zu können. Mit Einführung des Wortes „confidence“ (Zuversicht) in ihre Kommunikation in der letzten Sitzung am 7. März 2024 reicht der EZB für eine Leitzinssenkung scheinbar nun allein schon das Vertrauen in den weiteren Disinflationsprozess aus²¹, auch wenn die Inflation immer noch mit erheblichen Aufwärtsrisiken behaftet ist²².

Wir wissen nun, dass es weitere wesentliche Beweggründe für die sehr wahrscheinlich im Jahr 2024 kommenden Leitzinssenkungen der EZB geben könnte.

Vor einiger Zeit hat die EZB zudem begonnen, die Aufkaufprogramme selektiv zu reduzieren²³. Die Wiederanlage der Tilgungsbeiträge aus dem Programm „PEPP“²⁴ soll nun ebenfalls zum Jahresende 2024 eingestellt werden²⁵. Dass der Aufkauf der Schuldpapiere nun eingestellt werden soll, ist nachvollziehbar, wenn man sich das aus den Programmen bereits resultierende Dilemma, die laufenden Zinsverluste der EZB und einiger nationaler Notenbanken, vor Augen hält. Mit einem Volumen von 7 Bio. Euro, dies entspricht 7.000 Milliarden Euro an Verschuldung „auf dem Buch“, immerhin das mehr als Fünffache der Bilanzsumme der Deutschen Bank²⁶, könnten noch weitere erhebliche Risiken entstehen, sollte diese nicht abgebaut werden. So könnten Ausfälle von Krediten infolge zunehmender Unternehmensinsolvenzen für weiteren Ärger sorgen, denn die EZB kaufte auch Unternehmenspapiere und -kredite²⁷ im großen Stil. Dr. Ingo Sauer, der schon des Öfteren für den Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V. referierte und mit seinem Team die historischen Inflationen, vor allem Hyperinflationen wissenschaftlich detailliert aufarbeitete und untersuchte, weist immer wieder auf die Problematik des unter Umständen „brüchigen

Falle von beispielsweise Griechenland sollten die aufgekauften Schuldpapiere eine wesentlich höhere Verzinsung auf der Aktivseite aufweisen.

²⁰ Vgl. <https://www.bundesbank.de/de/presse/reden/jahresabschluss-2023--925312>

²¹ Vgl. <https://e-fundresearch.com/newscenter/149-natixis-investment-managers/artikel/50626-von-wegen-datengetrieben-zentralbanken-genuegt-nun-zuversicht-fuer-erste-zinssenkung>

²² Vgl. https://www.finanzen100.de/finanznachrichten/boerse/wegen-vier-grosser-d-wird-die-inflation-noch-auf-jahre-ueber-dem-ezb-ziel-bleiben_H392718551_259781544/

²³ Reduziertes Volumen im Ankauf bzw. keine Reinvestition fälliger Beträge, zum Beispiel seit Juli 2023 beim Programm „APP“, vgl. <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/geldpolitik/geldpolitische-wertpapierankauefe/asset-purchase-programme-app--830334>

²⁴ Vgl. <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/geldpolitik/geldpolitische-wertpapierankauefe/pandemic-emergency-purchase-programme-pepp--830356>

²⁵ Vgl. <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/geldpolitik/geldpolitische-wertpapierankauefe/pandemic-emergency-purchase-programme-pepp--830356>

²⁶ Vgl. <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/160288/umfrage/bilanzsumme-der-deutsche-bank-ag/>

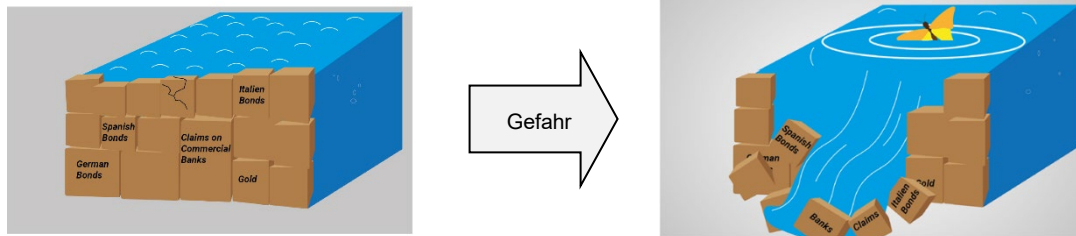
²⁷ Vgl. <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/ezb-kauft-kredite-von-den-banken-13135219.html>

Damms der Zentralbankaktiva“ hin²⁸. Verliert eine Zentralbank ihr Vertrauen, weil beispielsweise ihre „Assets“ nicht mehr ausreichend werthaltig sind, könnte dies negative Auswirkungen auf den Wechselkurs und die Preisstabilität haben:

Abbildung 3:

Zentralbankaktiva und Gefahr einer gegebenenfalls überlaufenden Geldmenge auf den Devisenmärkten

Sich füllende Horte und der „brüchige Damm der Zentralbankaktiva“



Quelle: Dr. Ingo Sauer, Goethe-Universität Frankfurt am Main

Der Prozess des Abbaus der Aufkaufprogramme wird sich wie der Aufbau nicht kurzfristig vollziehen, sondern je nach Fälligkeit der gekauften Papiere über einen längeren Zeitraum hinziehen²⁹. Die Kapitalmärkte werden folglich erneut längerfristig durch die Eingriffe der Notenbanken beeinflusst werden.

Die Leitzinsen und damit kurzfristigen Zinsen werden wie erläutert mit hoher Wahrscheinlichkeit sinken. Voraussichtlich gegenläufig wird sich aller Voraussicht nach der längerfristige Laufzeitbereich verhalten. Wenn nun über die Zeit über 7 Billionen Euro auf den Kapitalmärkten fällig werden und Notenbanken Schuldpapiere nicht weiter aufkaufen oder reinvestieren, wird dies tendenziell zu steigenden Zinsen in den längeren Laufzeiten führen. So wie der Aufbau der Aufkaufprogramme über Jahre hinweg zu sinkenden Zinsen an den Kapitalmärkten führte, wird der Abbau eher steigende Zinsen zur Folge haben. Die Inflationserwartungen werden nach den Leitzinssenkungen durch die führenden Notenbanken aufgrund des dann wieder günstigeren, kurzfristigen Zinses und ihrer expansiven Wirkung auf die Wirtschaft tendenziell eher wieder ansteigen³⁰, was eher steigende Langfristzinsen nach sich ziehen kann. Die aktuell noch inverse Zinskurve³¹ würde sich wieder normalisieren.

Die EZB, aber auch die amerikanische Notenbank³², üben mit ihren Aufkaufprogrammen über längere Zeiträume maßgeblichen Einfluss auf die Geld- und Kapitalmärkte aus und werden dies auch weiter tun. Betrachten wir deshalb im Folgenden die Zinsentwicklung über einen sehr langen Zeitraum. Bei einer kurz- bis mittelfristigen Betrachtungsweise könnte es ansonsten womöglich zu fehlerhaften Schlussfolgerungen und Handlungen im Rahmen einer Zinssteuerung kommen. Sehen wir uns hierzu die Entwicklung der US-Zinsen an. Im Unterschied zu den Euro-Zinsen gibt es hier bereits eine sehr lange Datenreihe. Die US-Zinsen

²⁸ Vgl. z.B. <https://boez.org/seminarunterlagen-17-10-23-verfuegbar/>

²⁹ Vgl. <https://www.portfolio-institutionell.de/in-zeitlupe-auf-schrumpfkurs/>

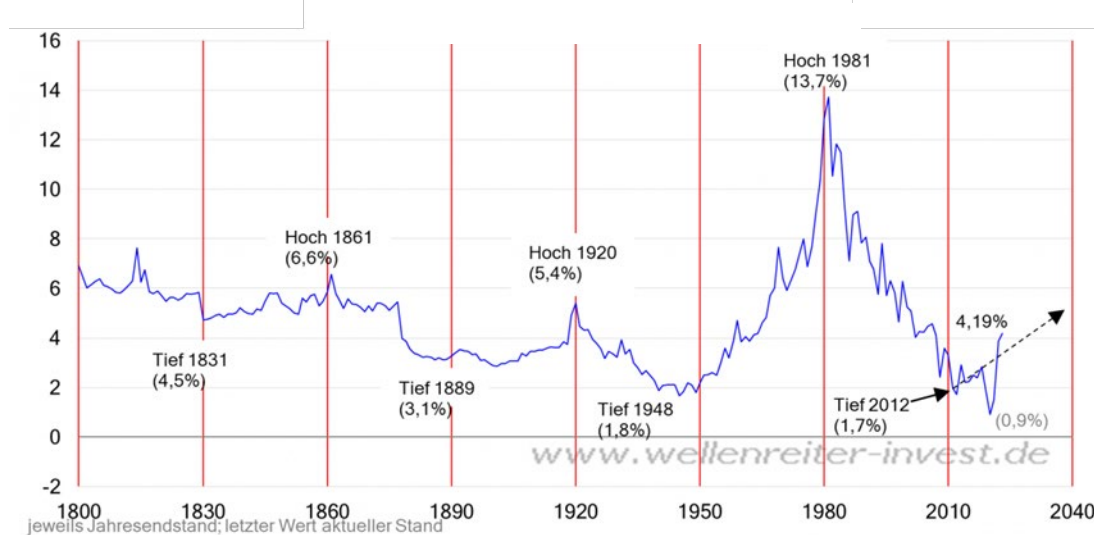
³⁰ Vgl. <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/sinkende-zinsen-wie-die-ezb-mit-den-erwartungen-der-maerkte-spielt-19017906.html>

³¹ Vgl. <https://www.gabler-banklexikon.de/definition/inverse-zinsstruktur-58990>

³² Vgl. https://de.wikipedia.org/wiki/Quantitative_Lockerung

weisen in ihren großen Bewegungen 30-Jahres-Zyklen auf³³. Dieser langfristige Zinszyklus gehört zu den stabilsten Zyklen an den Finanzmärkten überhaupt³⁴.

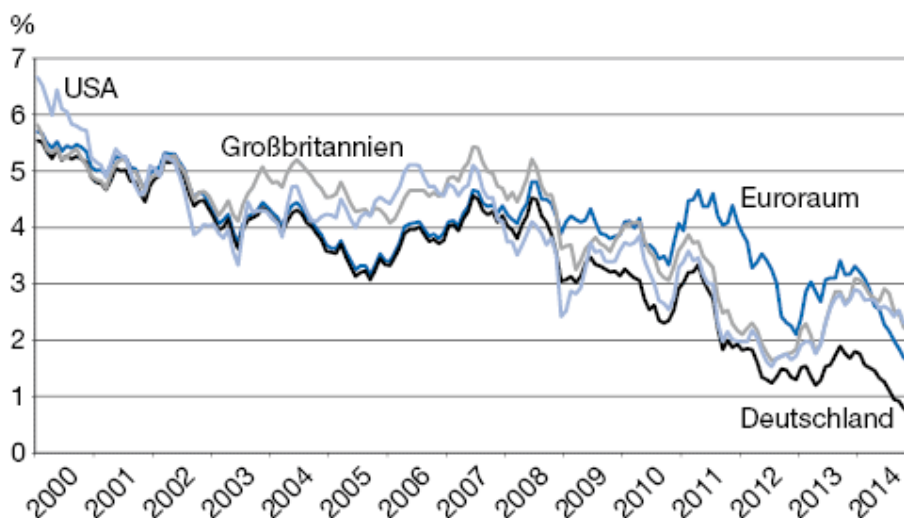
Abbildung 4: 30-Jahres-Zyklus US-Zinsen



Quelle: Wellenreiter-Invest

Wenn wir uns noch einmal vor Augen führen, dass die EZB durch ihre Aufkaufprogramme bereits seit rund 15 Jahren erheblich den Kapitalmarkt beeinflusst und weiter beeinflussen wird, werden solch lange Zinszyklen auch für den Euroraum nichts Ungewöhnliches sein. Orientiert man sich an diesen 30-Jahres-Zinszyklen, befinden wir uns in einem längerfristigen Aufwärtstrend der Zinsen am Kapitalmarkt, zumindest in den USA. Und die langfristige Euro-Zinsentwicklung weist eine hohe Korrelation zur Entwicklung der US-Zinsen auf, wie folgender Blick auf die Renditen in der Vergangenheit von 2000 bis 2014 zeigt:

Abbildung 5: Rendite zehnjähriger Staatsanleihen



Quelle: OECD: Main Economic Indicators (MEI)

³³ Vgl. <https://www.wellenreiter-invest.de/wochenendkolumnen/30-Jahres-Zyklus>

³⁴ https://www.nzz.ch/30-jahre-zyklus_deutet_auf_wende_bei_zinsen-ld.962852

Kommen wir zu einem Fazit. Ein kurzfristiger Blick auf die Zinsentwicklung wäre in der kommunalen Zinssicherung nicht zielführend. Vor allem, da die Geld- und Kapitalmärkte massiv und langfristig durch Zentralbankeingriffe beeinflusst werden. Die seit dem Jahr 2009 durch die EZB aufgekauften Schuldpapiere in Höhe von 7 Billionen Euro stellen gewaltige Markteingriffe dar und führen nun zu Problemen. Zum einen bescheren sie den Notenbanken horrenden Verluste infolge negativer Zinsspannen. Dies kann künftig nicht so bleiben, ansonsten würden die Bilanzen der Notenbanken und damit die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken nachhaltig beschädigt werden. Zum anderen werden sukzessive fällige Schuldpapiere nicht mehr reinvestiert. Die Fälligkeiten drängen folglich auf den Kapitalmarkt. Die „überschüssige“ Geldmenge in Höhe von gewaltigen 7 Billionen Euro, die noch bei der EZB bzw. nationalen Notenbanken parkt, muss irgendwann auch wieder einmal egalisiert werden. Die Schuldpapiere werden auf die Kapitalmärkte zurückkommen und tendenziell zu steigenden Langfristzinsen führen.

Aus dem kurzfristigen Blickwinkel heraus werden die Leitzinsen voraussichtlich sinken. Allerdings befinden wir uns mit hoher Wahrscheinlichkeit nach wie vor nach dem Zinsanstieg ab dem Jahr 2022 am Kapitalmarkt in einem langfristigen Aufwärtstrend. Kommunale Zinssteuerung und die daraus folgende Zinsabsicherung ist folglich immer eine langfristige Aufgabe und sollte die langfristigen Trends berücksichtigen.

Heinz Reich

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