



Phänomen „Zinsspreads“: Ein unterschätztes Thema mit Chancen für das kommunale Schuldenmanagement

1. Einleitung

Jeder, der sich regelmäßig – z.B. im Rahmen des kommunalen Schuldenmanagements – mit dem Zinsmarkt beschäftigt, stolpert früher oder später über den englischen Begriff „Spread“. Gemeint ist damit ein sogenannter „Zinsaufschlag“.¹ Doch auf welchen Zins wird hier etwas aufgeschlagen? Und was ist der Grund (bzw. was sind die Gründe) für einen solchen Aufschlag?

Mit diesen und weiteren Fragen werden wir uns in Abschnitt 2 des vorliegenden Fachartikels beschäftigen. Dabei werden wir feststellen, dass es verschiedene Arten von Zinsspreads gibt. Manche davon sind wichtige Indikatoren für die Finanzmarktteilnehmer und stehen somit stark im Fokus der Beobachter. Gerade in Zeiten politischer Unsicherheit oder Krisen ist die Renditedifferenz zwischen Staatsanleihen verschiedener Staaten solch ein Indikator. Andere Arten des Spreads dagegen erfahren im Allgemeinen nur wenig Aufmerksamkeit. Mit solch einem Beispiel wollen wir uns in Abschnitt 3 des vorliegenden Aufsatzes näher beschäftigen, dem sogenannten „Bond-Swap-Spread“. Dieser hat nämlich in den vergangenen Monaten (Stand: Januar 2025) einen strukturellen Wandel durchlaufen und weicht mittlerweile stark von seinem langjährigen Mittelwert ab. Die Ursachen dafür werden wir ebenfalls in Abschnitt 3 diskutieren, bevor wir in Abschnitt 4 die praktischen Auswirkungen auf die kommunale Zinsrisikosteuerung beleuchten.

2. Unterschiedliche Arten von Zinsspreads

Grundsätzlich meint der Begriff „Spread“ einfach die Differenz zweier, am Markt beobachtbarer Zinssätze. Im Allgemeinen werden dabei zwar Renditen verglichen, die sich auf dieselbe Laufzeit beziehen (z.B. 30 Jahre). Trotzdem lässt sich grundsätzlich eine Vielzahl unterschiedlichster Spreads definieren und untersuchen, da es am Kapitalmarkt für eine bestimmte Laufzeit ein ganzes Sammelsurium verschiedener quotierter Zinssätze geben kann (z.B. für Staatsanleihen, Pfandbriefe, Unternehmensanleihen bestimmter Bonitäten, ...).

Betrachten wir beispielsweise die aktuellen Renditen verschiedener, europäischer Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 30 Jahren (Stand: 24.01.2025): Während deutsche Staatsanleihen aktuell eine Rendite von ca. 2,80% aufweisen, liegen ihre französischen Pendanten aktuell bei ca. 3,85%. Italienische Staatsanleihen mit 30 Jahren Laufzeit rentieren

¹ Da jedoch auch in der deutschsprachigen Literatur der Begriff „(Zins-)Spread“ erheblich häufiger verwendet wird, werden wir dies auch im vorliegenden Aufsatz so handhaben.

sogar mit ca. 4,30%. Doch was steckt hinter diesen deutlichen Abweichungen zwischen Zinssätzen gleicher Laufzeit, aber unterschiedlicher Schuldner?

Die Antwort: Unterschiedliche Risiken. In diesem Beispiel sind insbesondere Bonitäts- bzw. Ausfallrisiken für die großen Abweichungen zwischen den Renditen verantwortlich: Die Marktteilnehmer halten – nicht zuletzt aufgrund der deutlich geringeren Staatsverschuldung – den deutschen Staat gegenwärtig für wesentlich weniger ausfallgefährdet als den italienischen Staat. Folglich muss Italien den Investoren einen höheren Kupon bieten (4,3%) als Deutschland das tun muss (2,8%), um Geld am Kapitalmarkt aufnehmen zu können. Der Spread – also die Differenz – zwischen den beiden Zinssätzen in Höhe von 1,5% (= 4,3% - 2,8%) ist somit in einem gewissen Sinne der „Preis“, den Italien für seine angespanntere finanzielle Situation bezahlen muss, wenn es neue Schulden aufnehmen will.

Dieser **Ausfallrisikospread** verändert sich meist im Zeitverlauf, wie beispielhaft der folgende Verlauf des Renditeunterschieds zwischen deutschen und italienischen Staatsanleihen 30-jähriger Laufzeit verdeutlicht:

Abbildung 1: Spread zwischen italienischen und deutschen 30-jährigen Staatsanleihen



Man erkennt deutlich, dass es in den vergangenen 16 Jahren Phasen gab, in denen Italien einen wesentlich höheren Aufschlag bezahlen musste, als es aktuell der Fall ist: Dies war insbesondere während der Euro-Staatsschuldenkrise 2011/2012 (rote Markierung) der Fall. Hier mussten zeitweise sogar um 5% höhere Zinsen bezahlt werden, als es für Deutschland der Fall war. Auch im Zeitraum von 2018 bis 2020 waren deutlich erhöhte Spreads zu beobachten (grüne Markierung). Auslöser war die äußerst schwierige Regierungsbildung in Italien im Anschluss an die Parlamentswahl vom März 2018.² Diese Phase anhaltender politischer Unsicherheit wurde von den Finanzmärkten ebenfalls mit einem deutlich erhöhten Aufschlag von bis zu 3% gegenüber Deutschland „bestraft“.

² Siehe beispielsweise: <https://www.ifo.de/DocDL/sd-2019-01-meyer-et-al-italien-schuldenkrise-2019-10-01.pdf> (abgerufen am 03.02.2025)

Doch nicht nur der Vergleich von Staatsanleihen-Renditen verschiedener Staaten kann interessante Einsichten liefern. Auch der Abgleich von Anleiherenditen mit den sog. „Swapzinsen“ aus dem Interbankenmarkt führt zu interessanten Erkenntnissen. Bei den Swapzinsen handelt es sich um Zinssätze, zu denen Banken gegenwärtig bereit sind, mit anderen Banken feste gegen variable Zahlungsströme zu tauschen. Sie nehmen gerade bei der Absicherung von Zinsänderungsrisiken eine wichtige Stellung ein.

Gegenwärtig (Stand: 24.01.2025) liegt der 30-jährige Swapzins im Euroraum bei ca. 2,30%. Er liegt somit etwa ca. -0,5% niedriger als die Rendite einer 30-jährigen deutschen Staatsanleihe (2,80%, siehe oben). Diese Differenz von aktuell -0,5% wird häufig als „Asset-Swap-Spread“ oder „**Bond-Swap-Spread**“ bezeichnet³, erfährt im Allgemeinen aber deutlich weniger Aufmerksamkeit als der oben beschriebene Ausfallrisikospread. Trotzdem kann auch hier ein Blick auf die historische Entwicklung sehr erhellend sein:

Abbildung 2: Spread zwischen deutschen Staatsanleihen und Swapsätzen (Laufzeit 30 Jahre)



Man erkennt schnell, dass sich die zeitliche Entwicklung des Bond-Swap-Spreads (Abbildung 2) ganz wesentlich von der Entwicklung des Ausfallrisikospreads (Abbildung 1) unterscheidet: Während die Aufschläge auf italienische Staatsanleihen beispielsweise ihr höchstes Niveau während der Euro-Schuldenkrise in den Jahren 2011/2012 erreichten (siehe rote Markierung in Abbildung 1), zeigt der Bond-Swap-Spread in diesem Zeitraum zwar eine hohe Volatilität, allerdings auf relativ niedrigem Niveau knapp über der Nulllinie. Darüber hinaus war der Italien-Spread in Abbildung 1 im gesamten Betrachtungszeitraum immer positiv, während der Bond-Swap-Spread in Abbildung 2 sowohl positive als auch negative Werte annahm. Es scheint somit einen strukturellen Unterschied zwischen den beiden Arten von Zinsspreads zu geben.

Im folgenden Abschnitt wollen wir daher die historische Entwicklung des Bond-Swap-Spreads näher unter die Lupe nehmen und ökonomisch plausibilisieren.

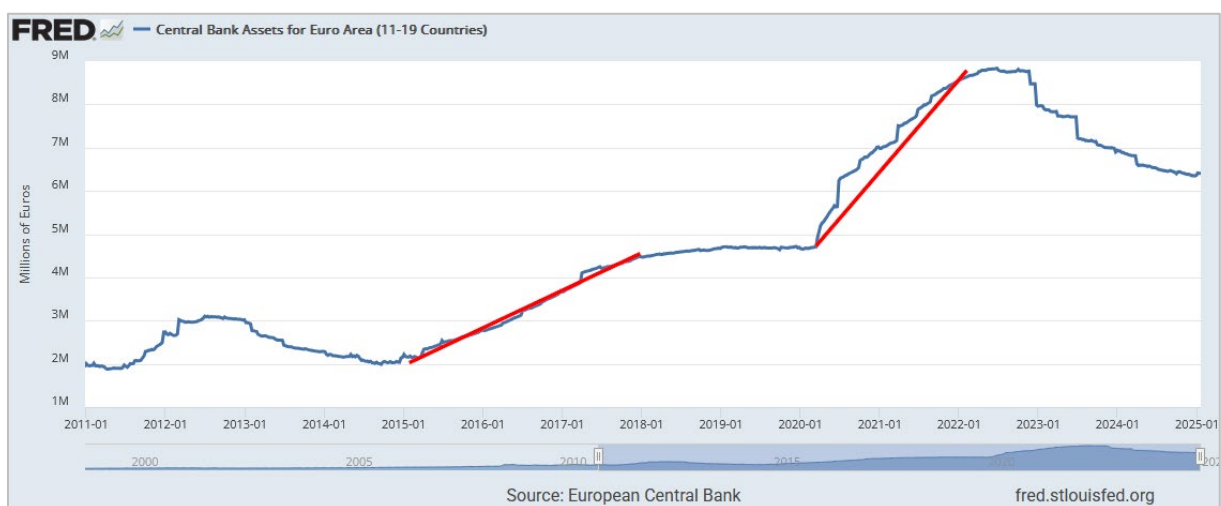
³ Siehe <https://www.gabler-banklexikon.de/definition/swap-spread-61728> (abgerufen am 03.02.2025)

3. Die historische Entwicklung des Bond-Swap-Spreads

Bleiben wir zunächst bei Abbildung 2. Sie zeigt, dass vor allem in den Jahren 2015 bis 2018 sowie in den Jahren 2020 bis 2022 ansteigende Bond-Swap-Spreads zu beobachten waren (siehe rote Markierungen in Abbildung 2). Beide Phasen gipfelten schließlich in einem deutlich erhöhten Spreadniveau Ende 2018 bzw. Ende 2022. In dieser Zeit lagen die Swapzinsen folglich deutlich über den Renditen deutscher Staatsanleihen gleicher Laufzeit, denn der Bond-Swap-Spread war stark positiv. Doch was war während dieser zwei Phasen geschehen?

Die Antwort: Weltweit kauften die Notenbanken in massivem Umfang Staatsanleihen und andere Wertpapiere auf. Auch das Eurosystem bildete hier keine Ausnahme, wie die folgende Zeitreihe erkennen lässt, in der die historische Entwicklung des von der Europäischen Zentralbank (EZB) gekauften Anleihevolumens dargestellt ist:

Abbildung 3: Volumen der im Rahmen von Anleihekaufprogrammen von der EZB erworbenen (Staats-)Anleihen



Man erkennt deutlich: Die Phasen ansteigender Bond-Swap-Spreads (rote Markierungen in Abbildung 2) sind fast identisch mit den Phasen stark ansteigender Anleihebestände in der EZB-Bilanz (rote Markierungen in Abbildung 3). Dies betrifft sowohl den Zeitraum von 2015 bis 2018, als die EZB versuchte, eine angeblich drohende Deflation durch Anleihekäufe zu verhindern, als auch den Zeitraum der Coronakrise 2020 bis 2022, als die EZB über den Kauf von Wertpapieren den Markt mit massiven Liquiditätsspritzen versorgte.

Dieser Effekt kann unter anderem mit dem fundamentalen Prinzip von Angebot und Nachfrage erklärt werden: Durch die Anleihekäufe erzeugten die Notenbanken einen hohen Nachfrageüberhang nach Staatsanleihen, so dass deren Preise stark anstiegen.⁴ Im Fall von

⁴ Ein ähnlicher Effekt lässt sich beispielsweise bei Urlaubsreisen beobachten: Während der Schulferien ist die Nachfrage nach Flügen, Hotels, ... wesentlich höher als außerhalb der Schulferien. Folglich sind Reisen innerhalb der Schulferien im Allgemeinen auch deutlich teurer, denn die hohe Nachfrage treibt den Preis nach oben.

Anleihen führen steigende Preise nun aber automatisch zu sinkenden Zinsen.⁵ Die Renditen von Staatsanleihen wurden durch die Anleihekäufe folglich nach unten gedrückt und entfernten sich immer weiter von den Swapzinsen gleicher Laufzeit. Letztere wurden nämlich nur indirekt von den Kaufprogrammen der Notenbanken beeinflusst, da es auf den Swapmärkten keine vergleichbaren Interventionen der Notenbanken gab. Mit anderen Worten: Der Abstand zwischen Swapzinsen und Anleiherenditen – im Fachjargon „Bond-Swap-Spread“ – stieg immer weiter an.

Nun hatten wir in Abbildung 2 schon gesehen, dass diese Phase erhöhter Bond-Swap-Spreads ungefähr im Jahr 2022 zu Ende ging und der Aufschlag im Jahr 2024 sogar stark negativ wurde (siehe grüne Markierung in Abbildung 2). Gegenwärtig beträgt er fast -0,5% (Stand: 24.01.2025). Da ein negativer Spread dieses Ausmaßes nicht nur höchstgradig kontraintuitiv ist, sondern auch aus historischer Sicht als äußerst ungewöhnlich gelten kann, lohnt es sich, den Zeitraum ab 2022 etwas genauer zu betrachten:

Abbildung 4: Entwicklung des Bond-Swap-Spreads seit 2022 (Laufzeit 30 Jahre)



Im oberen Bereich der Grafik ist die historische Entwicklung der Rendite 30-jähriger deutscher Staatsanleihen (rot) sowie der Verlauf des zugehörigen Swapsatzes (blau) dargestellt. Im unteren Bereich ist der Bond-Swap-Spread, also die Differenz zwischen den beiden oberen Linien, abgetragen (grau).

⁵ Anschaulich gesprochen: Die Nachfrage nach Staatsanleihen waren so hoch, dass die Staaten es sich leisten konnten, den Investoren nur sehr niedrige Zinsen anzubieten.

Ab dem Herbst 2022 wurde langsam absehbar, dass die Notenbanken zum Kampf gegen die Inflation nicht nur die Leitzinsen erhöhen, sondern auch ihre massiv aufgeblähte Bilanzsumme reduzieren würden. Folglich kehrte sich der oben beschriebene Mechanismus (Anleihekäufe erhöhen die Nachfrage und senken damit die Renditen der Staatsanleihen) langsam um und die Anleihezinsen näherten sich ab dem Jahr 2023 wieder den Swapzinsen an (gelbe Markierung). Folglich bewegt sich der Bond-Swap-Spread aus Abbildung 4 (unten) im Laufe von 2023 relativ konstant in der Nähe der Nulllinie.

Doch ein Boden war damit noch nicht gefunden: Stattdessen begann der Bond-Swap-Spread ab Anfang 2024 erneut zu sinken. Zunächst geschah dies relativ gemächlich. Im Vorfeld der US-Wahlen vom November 2024 beschleunigte sich der Abfall jedoch enorm (siehe grüne Markierung in Abbildung 4), so dass bereits Mitte November 2024 ein Abstand von ca. -0,5% zwischen 30-jährigen Swapzinsen und deutschen Staatsanleiherenditen gleicher Laufzeit zu beobachten war (und bis heute ist).

Diesen Verlauf in 2024 nun analog zur Entwicklung im Jahr 2022 (gelbe Markierung oben) mit dem Rückbau der Notenbankbilanzen zu erklären, wäre jedoch wohl zu kurz gesprungen:

- Zum einen zeigt Abbildung 3, dass sowohl in 2023 als auch in 2024 ein relativ kontinuierliches Absinken der Anleihebestände zu beobachten ist. Die Entwicklung des Bond-Swap-Spreads dagegen unterscheidet sich in diesen zwei Jahren ganz wesentlich: Während in 2023 ein Seitwärtstrend zu beobachten war, kam es in 2024 zu einem starken Absinken des Spreads, siehe Abbildung 4.
- Zum anderen war der Bilanzrückbau für die Marktteilnehmer in 2024 keine neue Information, sondern im Wesentlichen seit Ende 2022 bekannt. Somit war die Reduzierung des Anleihevolumens bereits „eingepreist“ und kann nur schwerlich als Begründung für den Rückgang des Bond-Swap-Spreads in 2024 herhalten.

Doch was ist dann die Ursache für den massiven Rückgang des Spreads auf -0,5%? Der Bundesverband hat diese Frage mit verschiedenen (Groß-)Banken diskutiert und dabei eine Vielzahl von – interessanten und teils kuriosen – Erklärungen erhalten. Diese reichten von strukturellen Veränderungen in den Absicherungsstrategien der Banken, über neue regulatorischen Anforderungen für Banken bezüglich ihres Zinsrisikomanagements, bis hin zu einem veränderten Verhalten niederländischer Pensionsfonds. Einigkeit herrschte im Grunde nur bei der Feststellung, dass die Nachfrage nach langfristigen, swapbasierten Zinssicherungen in den letzten Monaten sehr gering war. So ist – wieder mit Hilfe des Prinzips von Angebot und Nachfrage – zu erklären, dass sich die Swapzinsen aktuell immer noch in etwa auf dem Niveau vom Herbst 2024 befinden. Die Renditen von Staatsanleihen sind dagegen aus verschiedenen Gründen⁶ (z.B. wachsende Staatsverschuldung, Zollpläne von US-Präsident Trump, robuster Arbeitsmarkt, ...) im gleichen Zeitraum stark angestiegen, siehe die grünen Markierungen in Abbildung 4. Mit anderen Worten: Der Bond-Swap-Spread hat sich in den stark negativen Bereich verschoben.

⁶ Der Wirkmechanismus dahinter lautet hier: Eine hohe Staatsverschuldung, Strafzölle, usw. wirken alle tendenziell inflationär. Folglich erscheinen Anleihen mit einem festen Nominalzinssatz weniger attraktiv, da ihr künftiger Realzins (also der Nominalzins abzüglich der Inflation) voraussichtlich geringer ausfallen wird. Die Nachfrage nach diesen Anleihen sinkt also. Folglich sinkt auch ihr Preis und somit steigen die Renditen.

4. Praktische Bedeutung des aktuellen Bond-Swap-Spreads

Was bedeutet dies nun für das kommunale Schuldenmanagement? Angenommen, ein Kämmerer steht aktuell vor der Aufnahme eines neuen Investitionsdarlehens und möchte dieses – in Anbetracht der Portfoliostruktur seiner Bestandskredite – so aufnehmen, dass ein möglichst geringes Zahlungsstromänderungsrisiko aus der Neuaufnahme resultiert. Er wird also eine Geldaufnahme bevorzugen, die eine möglichst lange Zinsbindung aufweist.

Im letzten Abschnitt haben wir gesehen, dass die Renditen deutscher Staatsanleihen aktuell deutlich über den zugehörigen Swapzinsen liegen, vor allem in den langen Laufzeitbereichen (z.B. 30 Jahre). Nun ist der Staatsanleihemarkt jedoch ein wichtiger Orientierungspunkt für Banken bei der Konditionierung neuer Kredite. Folglich sind in den vergangenen Monaten auch die Nominalzinsen von Kommunaldarlehen und anderen Investitionskrediten spürbar angestiegen. Es ist für unseren Kämmerer in diesem Sinne in den letzten Monaten „teurer“ geworden, sich Sicherheit in Form einer langen Zinsbindung beim Darlehen „einzukaufen“.

Wir hatten allerdings auch gesehen, dass die Swapzinsen gegenwärtig in etwa auf dem Niveau vom Herbst 2024 liegen und den „Teuerungsschub“ der Staatsanleihen (und damit auch der Kredite) nicht mitgemacht haben, siehe die grünen Markierungen in Abbildung 4. Die gewünschte, langfristige Zinssicherung über einen Festzinszahler-Zinstauschvertrag (Payer-Swap) ist somit gegenwärtig deutlich „günstiger“, als die Sicherung über das originäre Darlehen: Der Bond-Swap-Spread beträgt gegenwärtig immerhin -0,5% pro Jahr. Je nach Konditionspolitik der einzelnen Banken kann sich dieser Aufschlag für Anleihen auch in den Angeboten für Kommunal- und Investitionskredite niederschlagen.

Selbst in Kämmereien, in denen bisher das Zinsrisiko vor allem über die Zinsbindungen der originären Darlehen gesteuert wurde, kann es sich im aktuellen Marktumfeld folglich lohnen, alternative Absicherungsstrategien zu prüfen. Der Einsatz von Zinstauschverträgen als Ergänzung zur Steuerung der Darlehen kann aufgrund des gegenwärtig negativen Bond-Swap-Spreads zu spürbaren Einsparungen für den kommunalen Haushalt führen.

Dabei darf allerdings natürlich nicht vergessen werden, dass der Einsatz von Zinsswaps nur empfehlenswert ist, wenn gewisse Anforderungen erfüllt werden können. Dazu zählt insbesondere das Vorhandensein eines funktionsfähigen Risikomanagementsystems, wie es der Bundesverband auch in seiner bereits im Jahr 2014 verabschiedeten Norm zur kommunalen Zinssteuerung⁷ kodiert hat. Darüber hinaus sollte auch im Swapbereich auf eine fundierte Marktgerechtigkeitsprüfung geachtet werden. Das „Berechnungstool zur Swap-Bewertung“ aus dem Download-Bereich der Homepage des Bundesverbands⁸ kann sich hierbei als ein mächtiges Hilfsmittel erweisen.

Dr. Andreas Käußl

⁷ <https://boez.org/die-norm-zur-kommunalen-zinssteuerung/>

⁸ <https://boez.org/downloads-fuer-mitglieder/>

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

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.