

# Die Nettoposition entscheidet

Krieg, Corona und Lieferkettenschwierigkeiten sorgen für ein volatiles Marktumfeld. In diesem Kontext ist davon auszugehen, dass die Zinssätze – nach Jahren der historischen Tiefststände – wieder anziehen werden. Besonders für große Schuldner, wie es Institutionen der öffentlichen Hand aufgrund ihres regelmäßigen Investitionsfinanzierungsbedarfs sind, ist es an der Zeit, ihre Zinsrisikostrategie zu evaluieren. Hier gilt: Nur wer seine Nettoposition kennt, kann sein Risiko steuern.

Kommunen, Ländern und Kantonen fiel bei Finanzierungen die Wahl ihrer Zinsbindung in den letzten Jahren leicht. „So lange wie möglich fix“ war angesichts des niedrigen Zinsniveaus der einhellige Leitsatz. Weil Laufzeit und Zinsbindung in den gewählten Instrumenten meist deckungsgleich sind, folgten Fälligkeitsentscheidungen in erster Linie dem Ziel, Tilgungsprofile auszugleichen. Aktuell verändern sich allerdings die Märkte beinahe täglich und die Zinsen ziehen an – der optimale Zeitpunkt, um eine Zinsrisikostrategie zu entwickeln.

### „Zinsrisiko? – Haben wir nicht!“

Geht man in Kommunen auf Zinsrisikosuche, entgegnen die Finanzverantwortlichen häufig, dass es keines gibt. Man sei schließlich langfristig fix verzinst finanziert, da könne nichts „passieren“. Vereinzelt Darlehens-Altlasten mit Zinssätzen jenseits der drei Prozent schmerzen zwar, aber so sei das zum Zeitpunkt des Abschlusses eben gewesen.

Würde alleine nach Kostengesichtspunkten entschieden, so müssten sich alle Schuldner vollständig kurzfristig verzinst verschulden – die Zinsstrukturkurve weist historisch überwiegend günstigere Zinsen am kurzen Ende aus. Die meisten Entscheidungsträger würden das damit verbundene Zinsänderungsrisiko jedoch nicht tragen wollen. Sie reduzieren es, indem sie in großem Maß auf langfristige Zinsbindungen setzen. Risikolos ist das aber nicht.

Auch Kämmerer haben lediglich die Wahl, welches Zinsrisiko sie tragen wollen. Variabel verzinsten Finanzierungen implizieren ein Zinsänderungs- oder Cashflow Risiko: Steigt der Referenzzinssatz, steigen die zu leistenden Zahlungen. Fix verzinsten Finanzierungen sind mit einem Barwertrisiko behaftet. Fallen die Zinsen, dann steigt der Barwert der Finanzierung. Damit wird die bestehende Finanzierung teurer als eine vergleichbare, die aktuell am Markt abgeschlossen werden könnte.

Zu einer echten Risikoreduktion kommt es nur, wenn sowohl auf der Aktiv- als auch der Passivseite (also sowohl bei Anlagen als auch Finanzierungen) die gleiche Zinsbindung vereinbart

ist. Wenn zum Beispiel Geldmarktfonds und Kredite mit der identen variablen Zinsbindung vereinbart sind, führt ein Anstieg des Referenzzinssatzes zu keinem Effekt in der Ergebnisrechnung: Zwar müssen für die Finanzierung höhere Zinsen bezahlt werden, allerdings werden aus der Anlage entsprechend mehr Zinserträge erzielt. Beim Barwertrisiko verhält es sich gleich: Sinkt aufgrund einer Marktbewegung der Barwert der Anlagen, sinkt er auch bei den Verbindlichkeiten. Ökonomisch gesehen gleicht sich das Risiko also aus.

### Duration Matching: Nicht nur für Banken

Die Kenntnis der Nettoposition aller zinstragenden Anlagen und Verbindlichkeiten ist daher der erste und wichtigste Schritt am Weg zu einer Zinsrisikostrategie. Weil Barwerte von Finanzierungen standardmäßig nicht in der Berichterstattung von Gebietskörperschaften dargestellt werden, muss dieser Typ des Zinsrisikos zunächst sichtbar gemacht werden. Das Aufstellen einer Zinsbindungsbilanz ist dafür die geeignetste Technik. Dort werden alle verzinslichen Aktiva und Passiva entsprechend ihrer Zinsbindungsdauer dargestellt und auf diese Weise die Nettoposition gezeigt.

Werden die Finanzierungsportfolios öffentlicher Schuldner hinsichtlich ihrer Nettoposition analysiert, gibt es mitunter Überraschungen. Weil vor allem die Passivseite Eingang in die öffentliche Besprechung der wirtschaftlichen Performance einer Gebietskörperschaft findet (Stichwort Verschuldungsquoten), sind auch diese Titel in der Zinsrisikodiskussion präsent.

Allerdings verfügen die meisten öffentlichen Schuldner genauso über zinstragende Finanzaktiva in Form von ausgereichten Darlehen. Diese können zum Beispiel an Beteiligungsunternehmen gegeben worden sein. Österreichische Bundesländer weisen hier ein Spezifikum auf: Im Rahmen der Wohnbauförderung reichen sie langfristige geförderte Darlehen an Bauträger und Einzelpersonen aus und verwalten somit ein beträchtliches Volumen an zinstragenden Aktiva.

Die Nettoposition des dargestellten exemplarischen Portfolios unterscheidet sich wesentlich, je nachdem, ob ausgereichte

Wohnbauförderungsdarlehen mitberücksichtigt sind oder nicht. Erst durch dieses vollständige Bild zeigt sich gegebenenfalls Handlungsbedarf in der Zinsrisikosteuerung. Hier kann die Gebietskörperschaft in einem ersten Schritt klassisches „Duration Matching“ betreiben. Wenn das Land langfristig verzinst Darlehen ausreicht, sollte es sich auch langfristig verzinst verschulden, um das Risiko aus dieser bankähnlichen Tätigkeit zu begrenzen und nur die jeweiligen Margen als Kosten- bzw. Ertragspositionen berücksichtigen zu müssen.

So wie es eine Bank auch machen würde, sollten die Durations von Aktiv- und Passivseite möglichst gut aufeinander abgestimmt werden. Im Beispiel würde das eine sanfte Verkürzung der Duration der Passivseite (11,93 vs. 9,15 auf der Aktivseite) unter Berücksichtigung der konkreten Zinsbindungsbänder zur Folge haben. Im Segment 1-3 Jahre fehlt ein Aktiv-Gegengewicht zur bestehenden Passivposition, während auf der Passivseite in den Laufzeiten 5-10 und 10-20 Jahre ausreichend Platz für Entscheidungen ist. Hier zeigt sich auch, dass Laufzeiten über 20 Jahre im bestehenden Portfolio aus Risikosicht nicht unbedingt vorteilhaft sein müssen. Die verhältnismäßig hohen Barwertrisiken werden aktivseitig nicht gedämpft.

### Mit vollständigen Informationen zur Risikostrategie

Öffentliche Schuldner weisen in vielen Fällen hohe Volumina bei zinstragenden Passiva und mitunter bei zinstragenden Aktiva aus. Die Etablierung einer geeigneten Zinsrisikostrategie gelingt dann am besten, wenn alle risikorelevanten Informationen vollständig vorliegen. Neben Kenntnis über die eigene Nettoposition sind das quantifizierte Zinsänderungsrisiken, Barwerte, Duration, quantifizierte Barwertrisiken sowie die eigene Risikokapazität in den jeweiligen Zinsrisikoarten. Erst der Zusammenhang dieser Informationen ermöglicht es, eine Einschätzung über die geeignete Strategie zu treffen.



#### Die Autorin:

#### Eva Maltchnig

ist Senior Consultant bei Schwabe, Ley und Greiner und Experte für Public Finance.

#### Zinsbindungsbilanz

	Nominale nach Zinsbindung						Gesamt	Zinszahlungen		Barwertsensitivität	
	< 1 Jahr	1 - 3 Jahre	3 - 5 Jahre	5 - 10 Jahre	10 - 20 Jahre	> 20 Jahre		Gesamt	Barwert	Duration	
											Zinszahlungen
KK Salden	50	0	0	0	0	0	50	-0,5	50	0,08	
Summe Finanzaktiva	50	0	0	0	0	0	50	-0,5	50	0,08	
Anleihen	0	-100	-10	-85	-205	-65	-465	-3,3	-452	12,08	
Darlehen	0	-20	0	0	0	0	-20	-0,3	-20	1,00	
Summe Finanzpassiva	0	-120	-10	-85	-205	-65	-485	-3,6	-460	11,93	
<b>Nettoposition</b>	<b>50</b>	<b>-120</b>	<b>-10</b>	<b>-85</b>	<b>-205</b>	<b>-65</b>	<b>-435</b>	<b>-4,1</b>	<b>-410</b>	<b>13,38</b>	

#### Zinsrisiko diversifiziert

	Cashflow-Risiko	Zinssensitivität	Wertrisiko
Zinsrisiko	0,1	0,5	70,4

#### Abb. 1: Zinsrisikobericht der SLG Risk Engine

Das dargestellte Finanzportfolio ist typisch für einen größeren öffentlichen Schuldner: Langfristig verzinsten Anleihen und Darlehen auf der Passivseite stehen auf der Aktivseite kurzfristig verzinsten Kontokorrentsalden gegenüber.

#### Zinsbindungsbilanz

	Nominale nach Zinsbindung						Gesamt	Zinszahlungen		Barwertsensitivität	
	< 1 Jahr	1 - 3 Jahre	3 - 5 Jahre	5 - 10 Jahre	10 - 20 Jahre	> 20 Jahre		Gesamt	Barwert	Duration	
											Zinszahlungen
KK Salden	50	0	0	0	0	0	50	-0,5	50	0,08	
Wohnbauförderungsdarlehen	2	3	28	265	432	0	730	7,4	747	9,76	
Summe Finanzaktiva	52	3	28	265	432	0	780	7,0	797	9,15	
Anleihen	0	-100	-10	-85	-205	-65	-465	-3,3	-452	12,08	
Darlehen	0	-20	0	0	0	0	-20	-0,3	-20	1,00	
Summe Finanzpassiva	0	-120	-10	-85	-205	-65	-485	-3,6	-460	11,93	
<b>Nettoposition</b>	<b>52</b>	<b>-117</b>	<b>18</b>	<b>180</b>	<b>227</b>	<b>-65</b>	<b>295</b>	<b>3,3</b>	<b>338</b>	<b>5,36</b>	

#### Zinsrisiko diversifiziert

	Cashflow-Risiko	Zinssensitivität	Wertrisiko
Zinsrisiko	0,1	0,5	16,4

#### Abb. 2: Zinsrisikobericht inklusive Wohnbauförderungsdarlehen

Werden in diesem fiktiven Beispiel Wohnbauförderungsdarlehen inkludiert, dreht sich das gesamte Zinsrisikobild. Ein Aktivüberhang wird sichtbar, das Wertrisiko ist damit nicht aus der Passivseite, sondern aktivseitig getrieben.