



SCHWABE, LEY & GREINER

7. SALZGITTER-KONGRESS FÜR KOMMUNALFINANZEN

Wann ist Zins- und Schuldenmanagement gut?

Sorgfalts-, Erfolgs- und Risikomaßstäbe

15. April 2010



Sorgfalt

Am Anfang war der Unfall - was schief gehen kann, geht auch schief

Die Unfälle

- Metallgesellschaft, Procter & Gamble, Orange County, Daimler usw. – Nur die Großen stehen in der Zeitung, aber an kleineren, lokalen Beispielen besteht kein Mangel.

Die Ursachen

- Keine Richtlinien, Kontrollen, Limite, Systeme
- Mangelndes Verständnis der Instrumente
- Übergroße Spekulationsbereitschaft – Losgelöst vom Grundgeschäft
- „Wir sind gescheiter als der Markt.“ – Prognosegläubigkeit (und kurzfristiger Erfolg) statt Analyse der Risikosituation

„Aktives“ Risikomanagement ist gut und deshalb sollten Sie also ...

- Zwei Derivatehändler einstellen,
- ein neues Marktinformationssystem anschaffen und den Markt täglich im Auge,
- am besten nur noch strukturierte Instrumente verwenden,
- den Markt beobachten und jede Chance wahrnehmen,
- Ihren Finanzierungsbedarf hauptsächlich in Franken und Yen finanzieren,
- Zinsentscheidungen auf Basis „todsicherer“ Prognosen Ihrer Banken treffen,
- Den Haushalt durch aktives Trading aufbessern,
- ein „spottbilliges“ Handelsprogramm mit „todsicheren“ Kaufs- und Verkaufssignalen einsetzen (alle bisherigen Benutzer sind damit „nachweislich“ stein-reich geworden)
- und vor allem eine Zinsmeinung haben!

... oder sich zurücklehnen und durchatmen, weil ...



... Sie jederzeit die Frage beantworten können, wie sich eine Zinsänderung von x im Ergebnis niederschlägt,



... die Ziele und Zuständigkeiten für das Portfoliomanagement eindeutig und schriftlich fixiert sind,



... revisionssichere Strategien, Limite, Abläufe und Kontrollmechanismen festgelegt wurden, laufend überprüft werden und – im Rahmen der Möglichkeiten – professionellen Standards entsprechen.

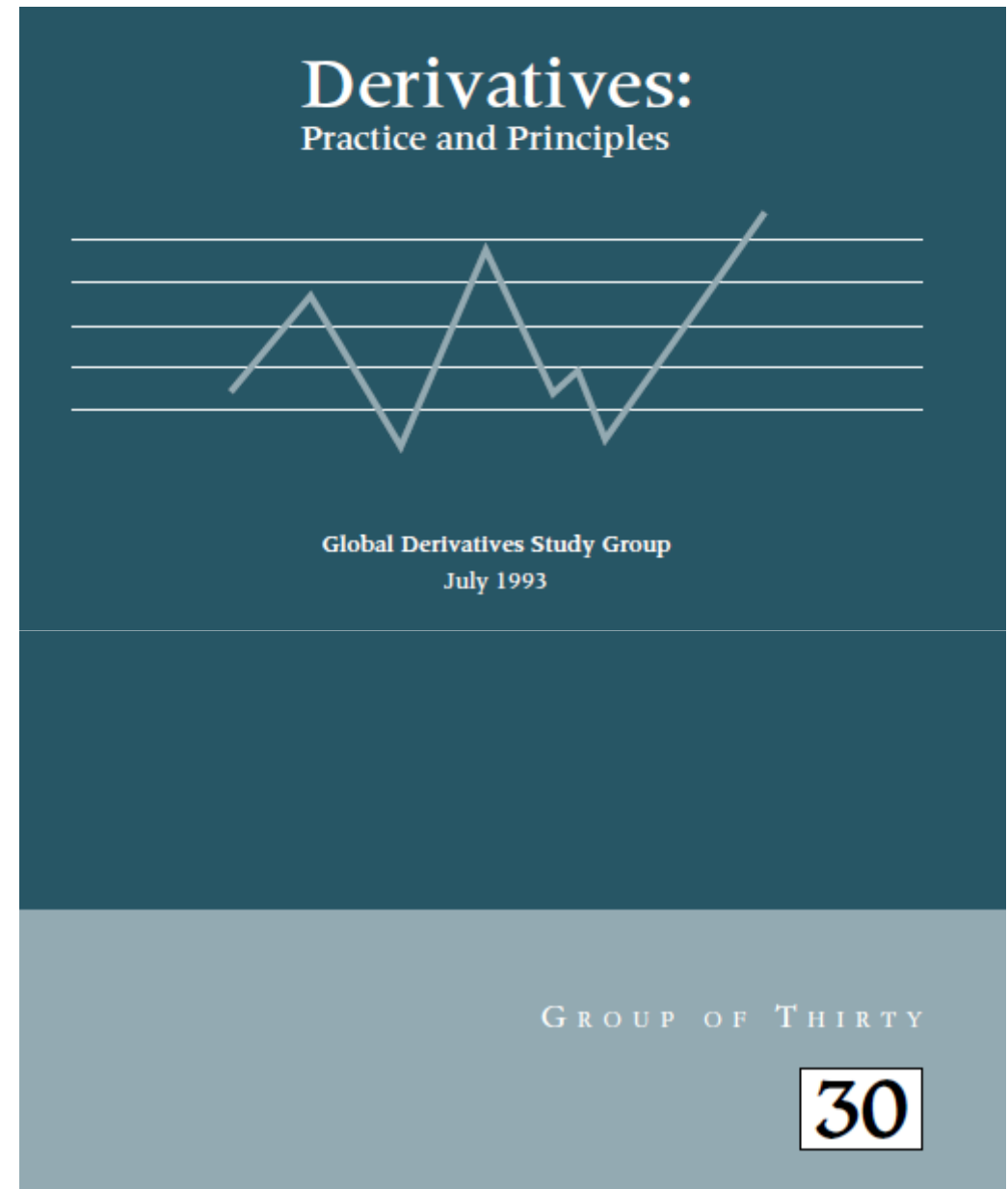
„Risikomanagement ist Vorsorge für den Irrtum“

SLG Glaubensbekenntnis

Maßgeblich für den Umgang ist, ob er beißen kann – nicht ob er beißen wird!



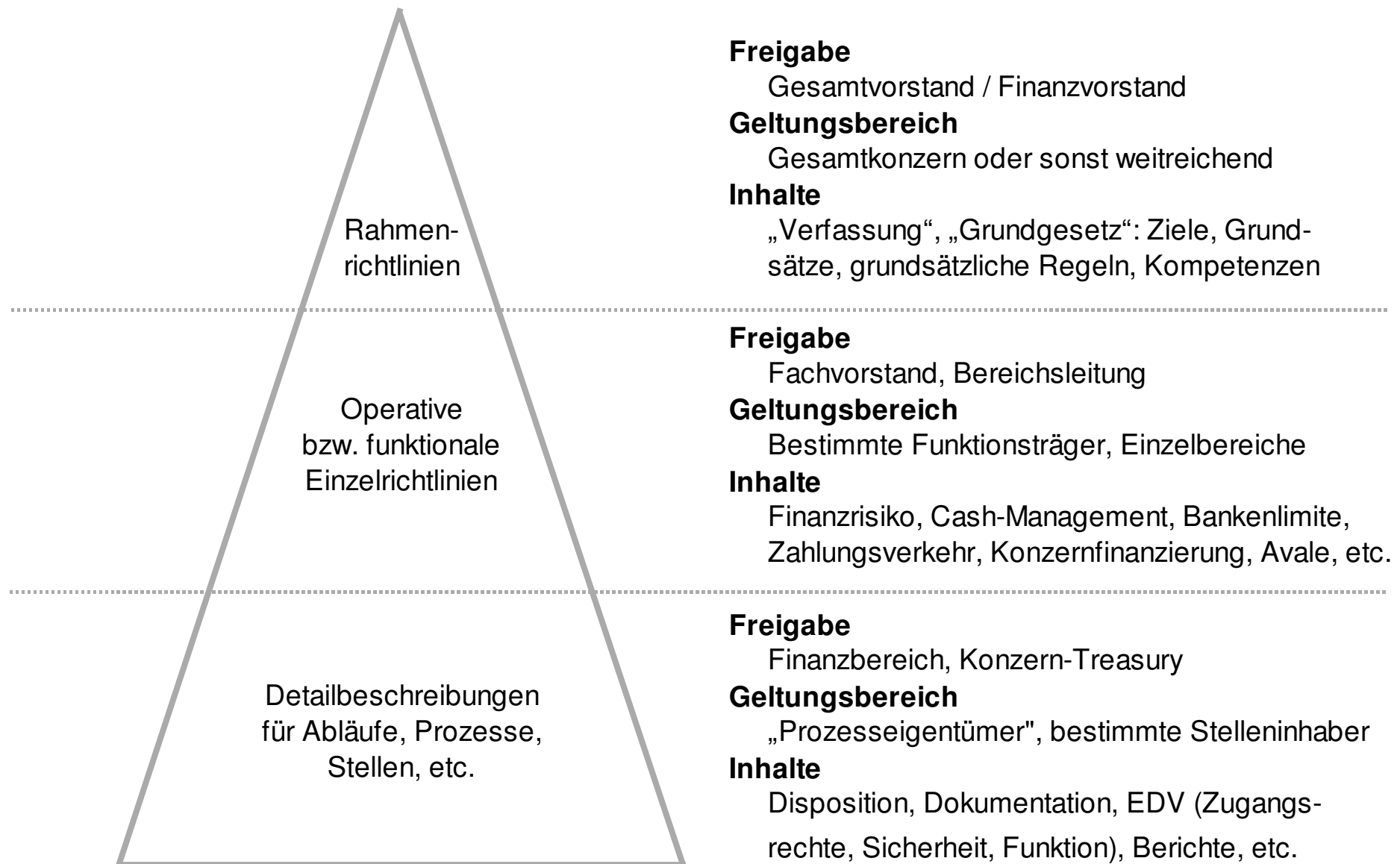
Ein internationaler Weisenrat hat das
Quelldokument für die Sorgfaltsregeln
verfasst



1993 geschrieben ... und dann wieder vergessen

- *Determine at the highest level of policy and decision making the scope of its involvement in derivatives activities and policies to be applied.*
- *Quantify its market risk under adverse market conditions against limits, perform stress simulations, and forecast cash investing and funding needs.*
- *Establish market and credit risk management functions with clear authority, independent of the dealing function.*
- *Authorize only professionals with the requisite skills and experience to transact and manage the risks, as well as to process, report, control, and audit derivatives activities.*
- *Establish management information systems sophisticated enough to measure, manage, and report the risks of derivatives activities in a timely and precise manner.*

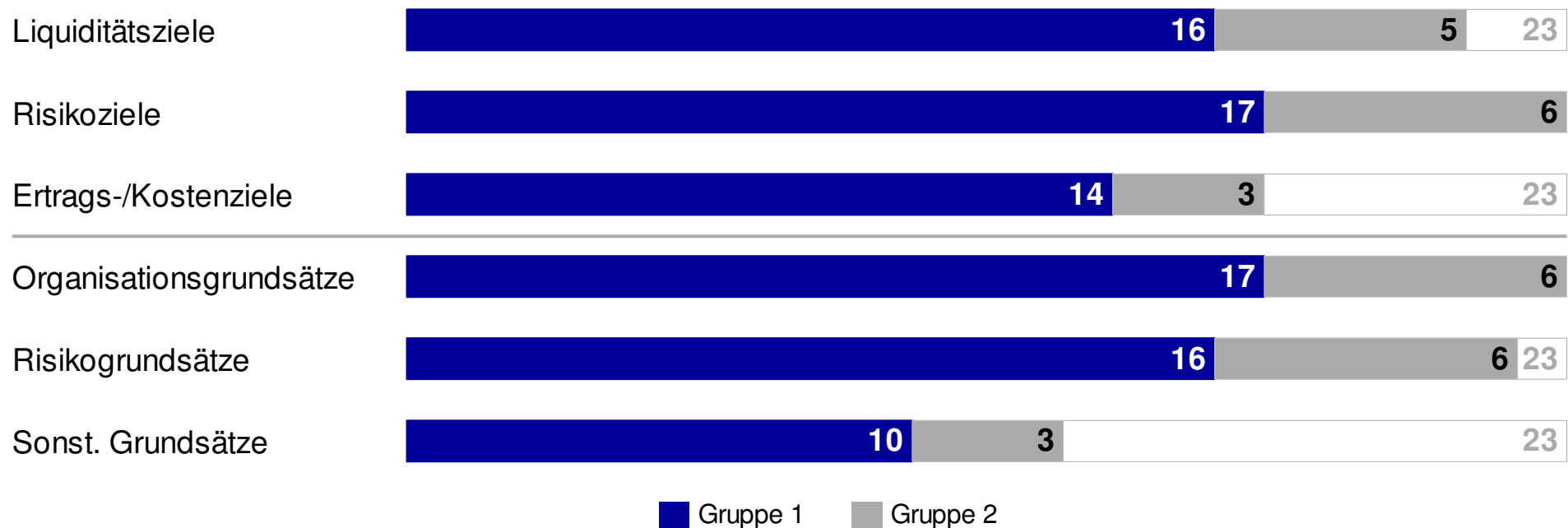
Regelwerke haben ähnliche Grobstrukturen, im Detail unterschiedlichst!



Die Check-Liste

1. Kennen wir unser Risiko?
2. Sollen wir überhaupt absichern – Und warum?
3. Sind Strategien, Limite, Instrumente festgelegt?
4. Werden Risikopositionen und Ergebnisse laufend gegen den Markt bewertet?
5. Sind revisionssichere Abläufe und Kontrollmechanismen eingerichtet?
6. Haben wir die notwendigen personellen Voraussetzungen – Stellen wir diesen Personen geeignete Systeme zur Verfügung?
7. Haben wir die richtigen Partner, geben wir ihnen die richtigen Informationen?
8. Wie stellen wir das Risiko im internen und externen Berichtswesen dar?

Im Unternehmen: Schriftliche Ziele und Grundsätze sind Teil guter „Treasury Governance“



Die Finanzminister sind scheinbar einig zur Zielsetzung!

Australien: „langfristige Minimierung der Kosten der Commonwealth-Schulden ...“

Kanada: „Das fundamentale Ziel des Schulden-Management ist es, Zinskosten stabil und niedrig zu halten.“

Belgien: „Das vorrangige Ziel ist Kostenminimierung ...“

Niederlande: „Die Finanzierungspolitik folgt dem Prinzip, dass die jährlich benötigten Mittel im Kapitalmarkt zu den niedrigstmöglichen Kosten aufgenommen werden.“

GB: „... langfristige Minimierung der Kosten der Staatsfinanzierung ...“

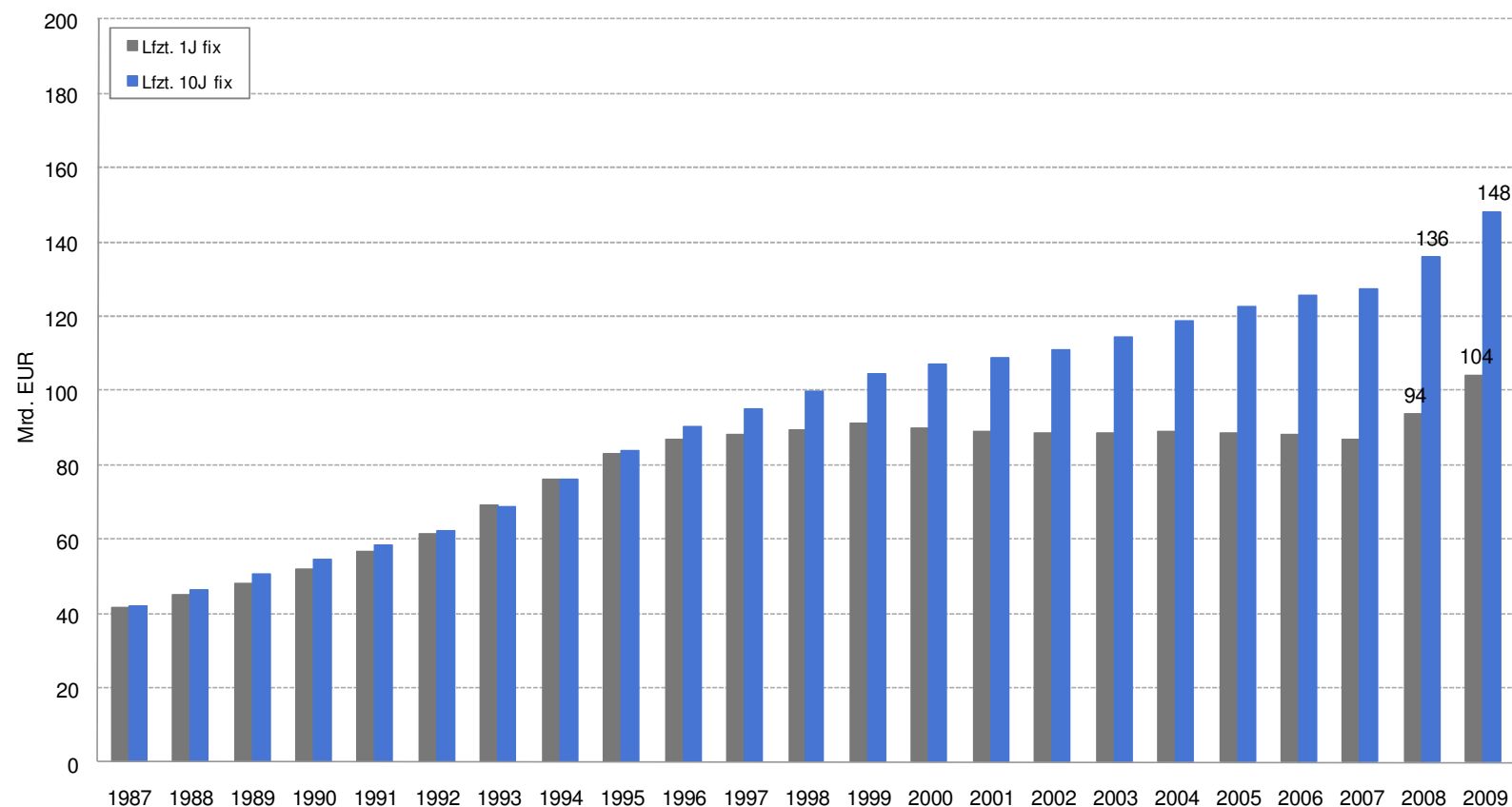
Dänemark: „Das Ziel ... ist es, die langfristigen Geldbeschaffungskosten so niedrig wie möglich zu halten.“

Wollen Finanzminister und Kämmerer wirklich die Kosten minimieren?

Beispiel Österreich: Neuverschuldung 1976 – 2008

- Annahme 1: Finanzierung ausschließlich 1 Jahr festverzinslich
- Annahme 2: Finanzierung ausschließlich 10 Jahre festverzinslich

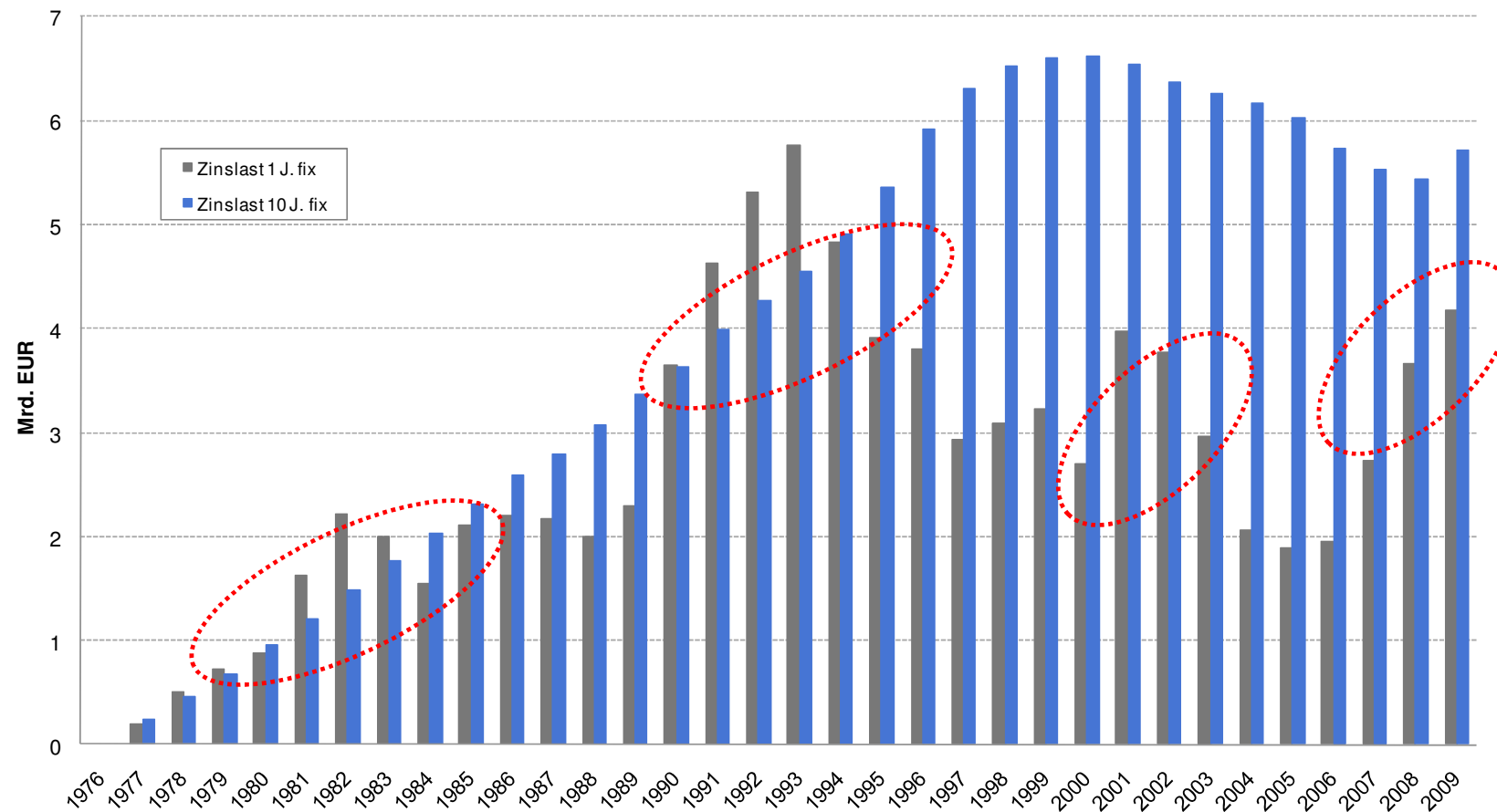
Szenarien zum Schuldenstand
Abhängigkeit von Zinsbindungsstruktur



Der Preis für minimale Kosten sind volatile Ergebnisse

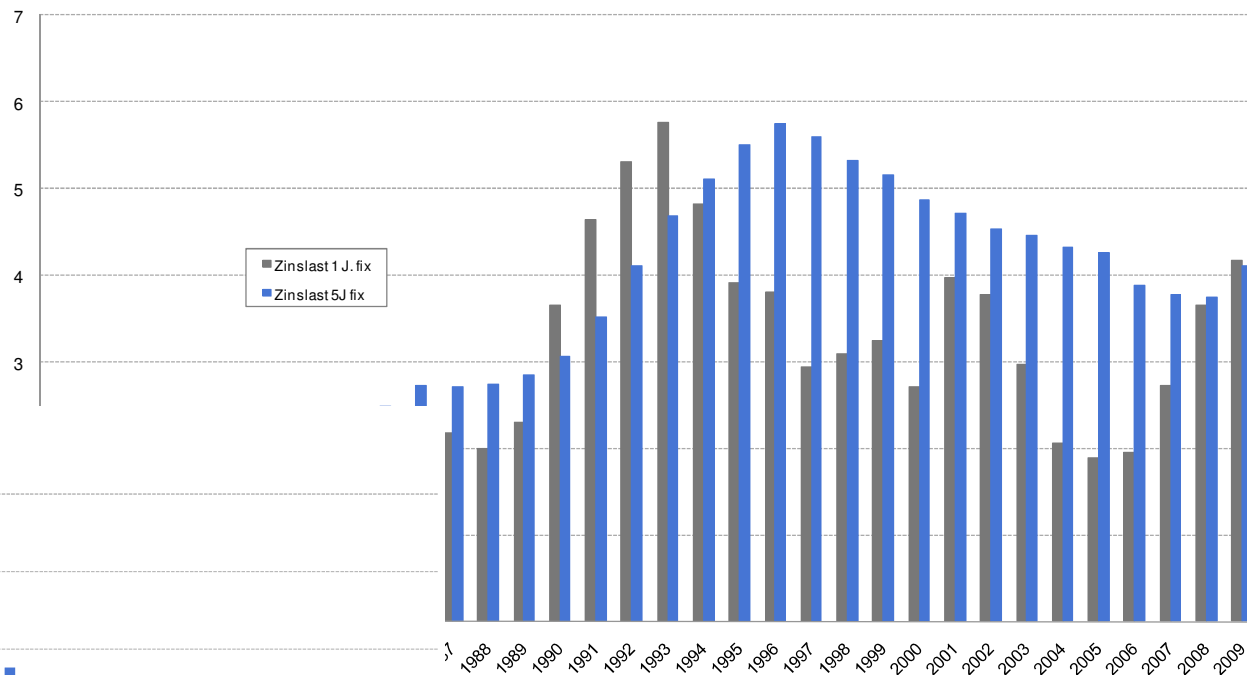
Ist-Budgetsicherheit 20% vom BIP wert?

Jährliche Zinslast
Abhängigkeit von der Zinsbindungsstruktur

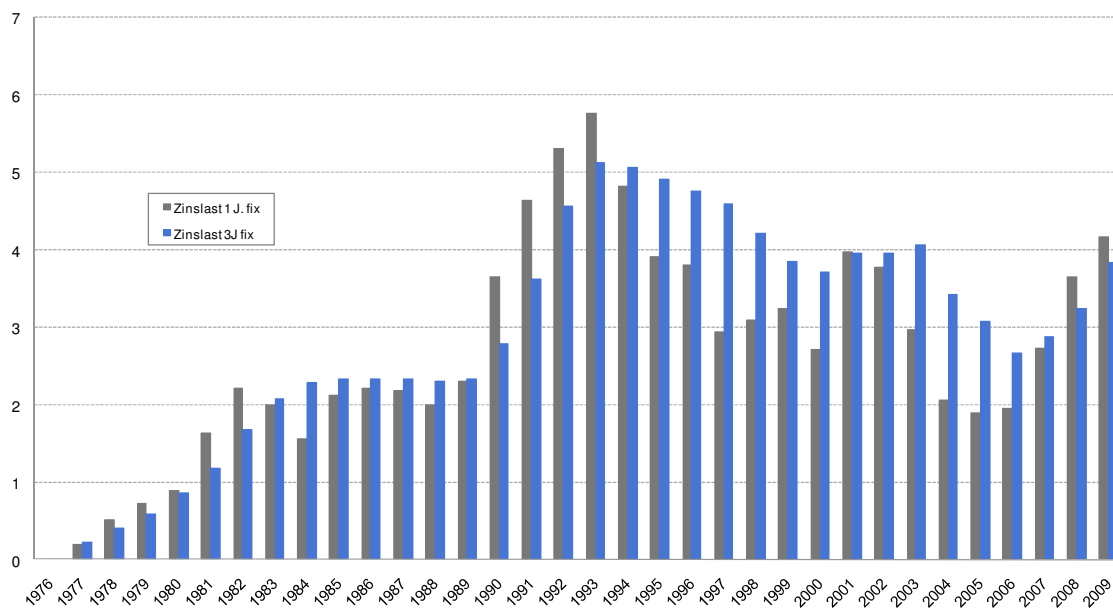


Auf Portfeuilleebene gibt es nicht die Wahl zwischen fix oder variabel!

Entwicklung Zinskosten

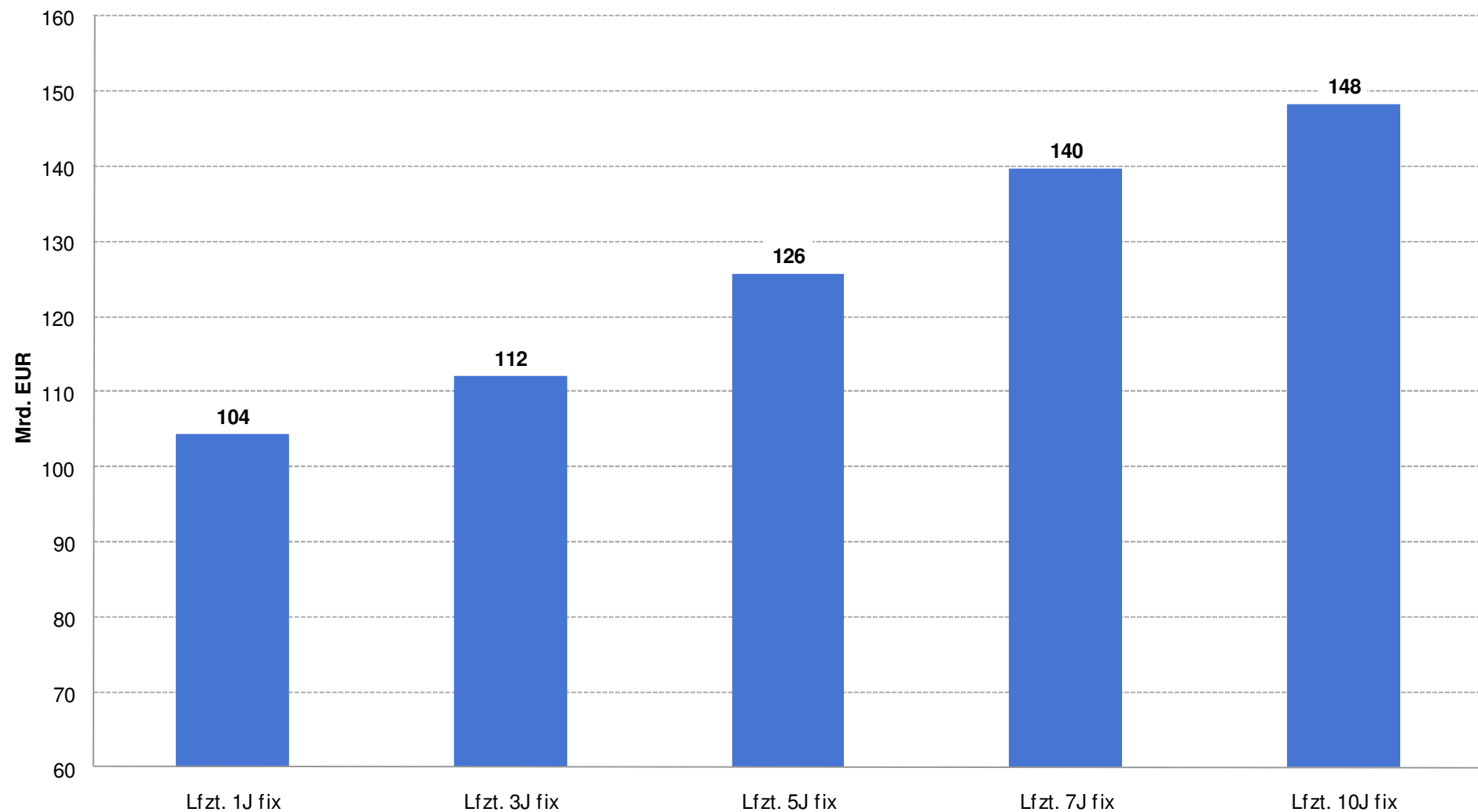


Entwicklung Zinskosten

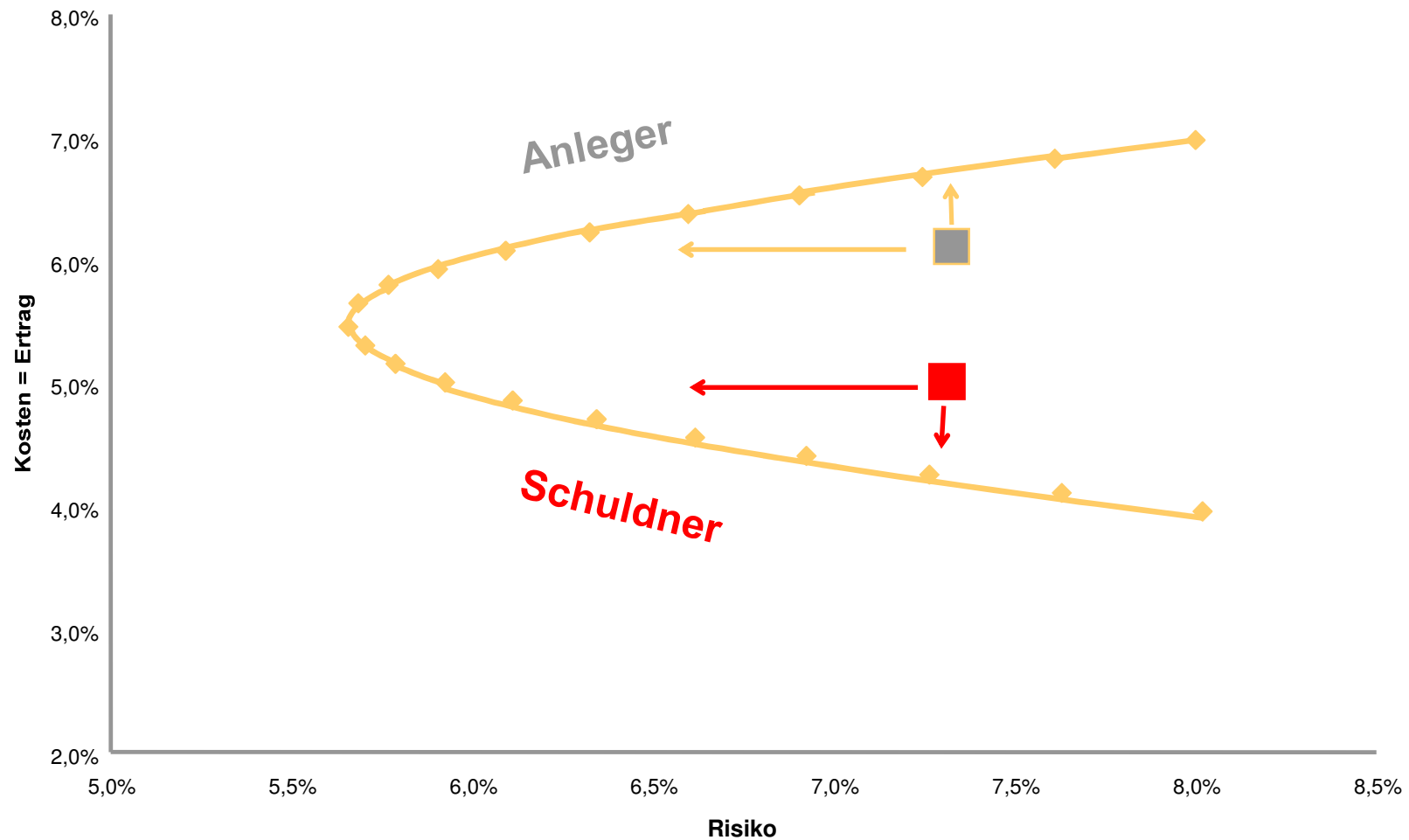


Ob 3, 5 oder Jahre festverzinslich ist keine triviale Entscheidung!

(Theoretischer) Schuldenstand Bund nach Laufzeitwahl Stand 2009



Wäre Markowitz ein Schuldner gewesen ... das Ziel ist das effiziente Portfolio

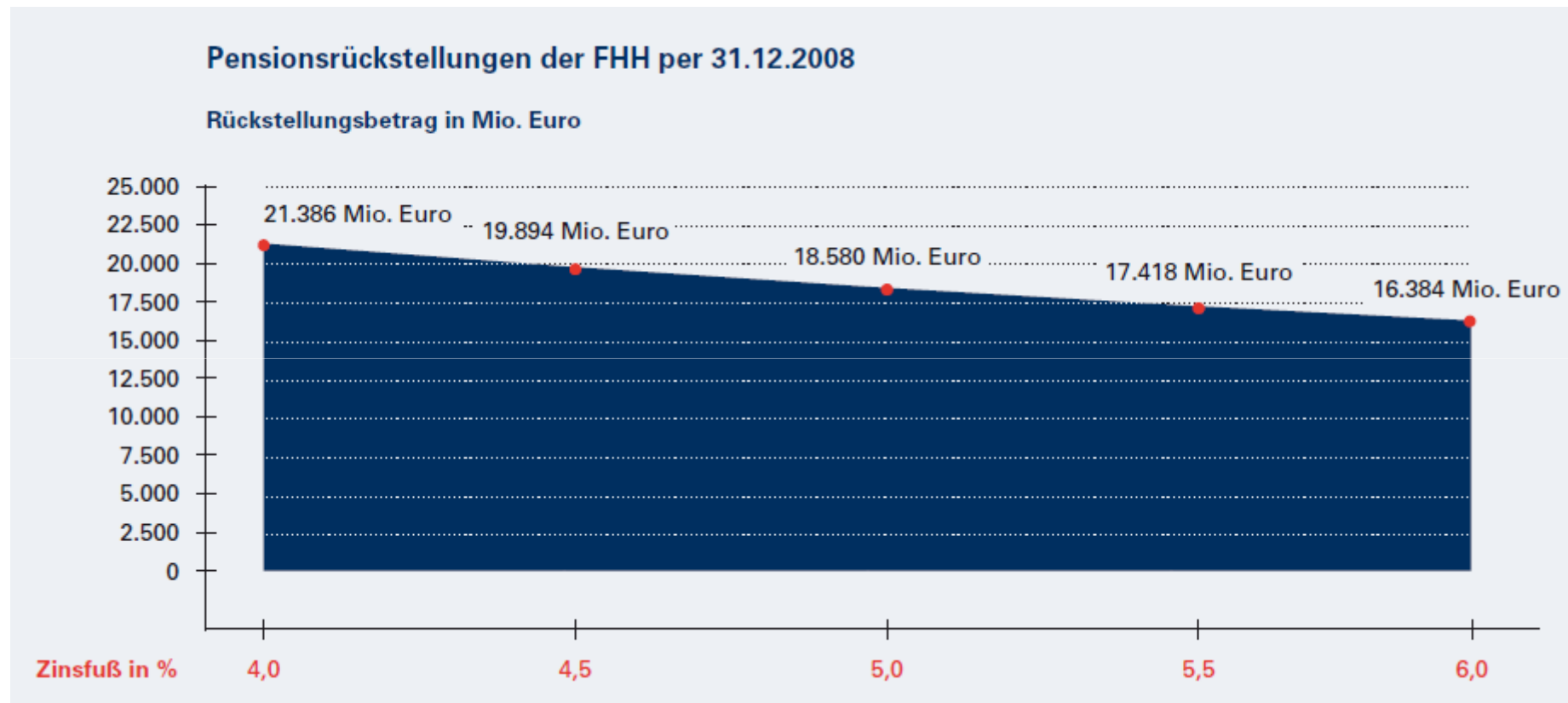


Grundsätze steuern die Steuerungsmaßnahmen zur Zielverfolgung

- Kein Risiko ohne Limit
- Orientierung am Grundgeschäft
- Nur beherrschbare Instrumente
- Ganzheitlicher Ansatz
- Ökonomische Perspektive

Risiko und Erfolg

Pensionsverbindlichkeiten sind Finanzschulden



Zinsmanagement verlangt keine Zinsmeinung aber eine Bestimmung des Gegenstands

6. Wertpapiere des Anlagevermögens

523.388

7. Sonstige Ausleihungen

55.833

**V. Kassenbestand, Bundesbankguthaben,
Guthaben bei Kreditinstituten und Schecks**

2.880.000

I. Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen

20.300.605

I. Anleihen und Obligationen

7.823.335

II. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten

23.612.443

Geschäftsbericht 2008
der Freien und Hansestadt Hamburg

Steigende Zinsen können mehr Chance als Risiko sein!

Konjunkturbedingte Schwankungen der Zinssätze an den Kapitalmärkten können zu steigenden **Zinsaufwendungen** führen. Das Risiko steigender Zinsen wird durch Zinssicherungsmaßnahmen beschränkt. Zu diesem Zweck sind Zinssicherungsgeschäfte getätigt worden.

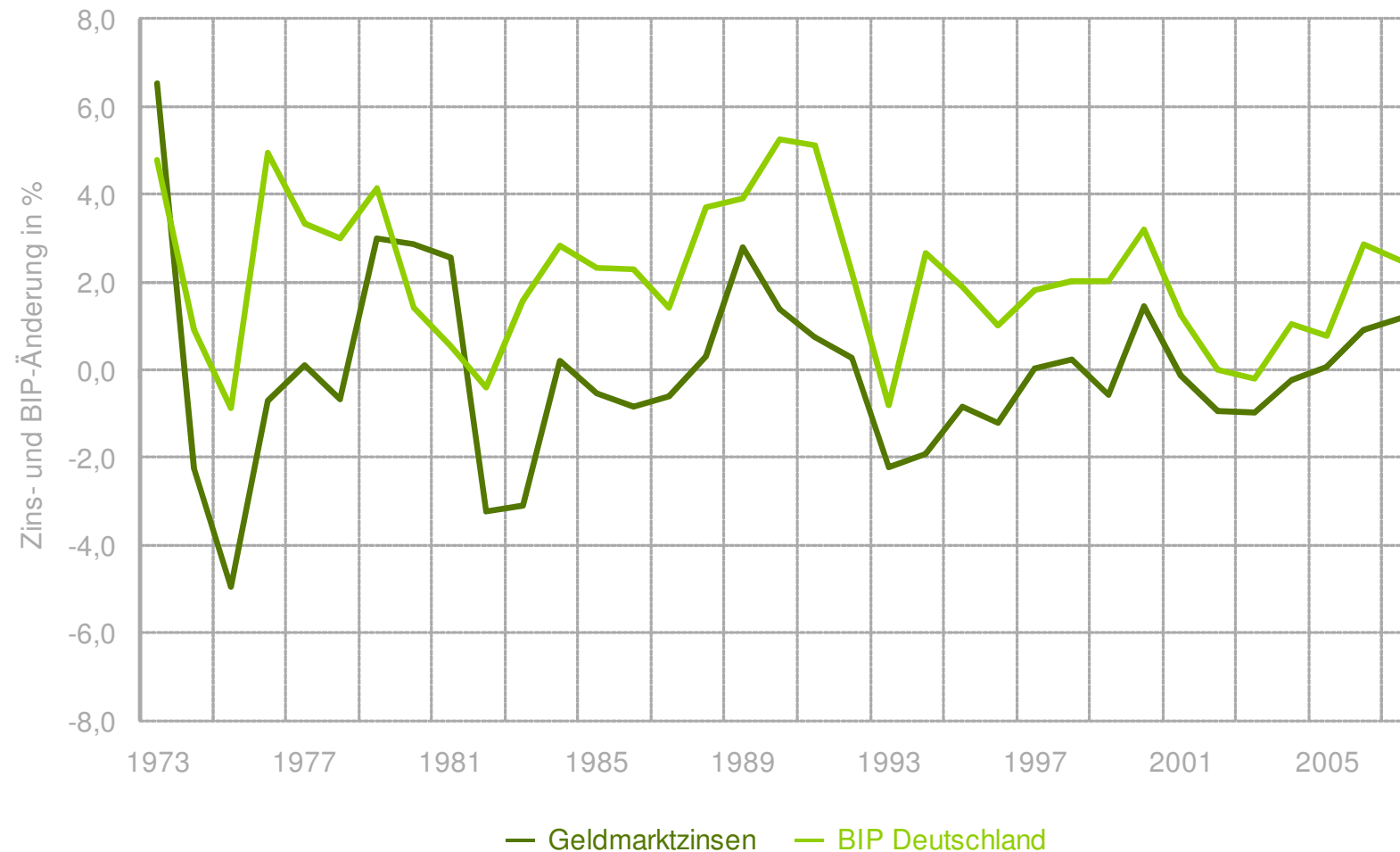
Zum 31.12.2008 betrug der Saldo der Verbindlichkeiten aus derivativ beeinflussten Kreditgeschäften **2.065 Mio. Euro**. Damit wurden die Bedingungen für Zinssicherungsgeschäfte – nach denen der Anteil der variabel verzinslichen Positionen 25 Prozent der Schulden aus Kreditmarktmitteln nicht übersteigen und die Kostenmehrbelastung bei einer 1-prozentigen Zinserhöhung nicht über 7,5 Prozent des Haushaltsansatzes für die Zinsaufwendungen hinausgehen darf – durchgängig eingehalten.

*Zinssicherungsmaßnahmen
zur Eingrenzung des Risikos
steigender Zinsen*

**V. Kassenbestand, Bundesbankguthaben,
Guthaben bei Kreditinstituten und Schecks**

2.880.000

Der Zusammenhang zwischen Zinsen und Konjunktur ist klar und logisch

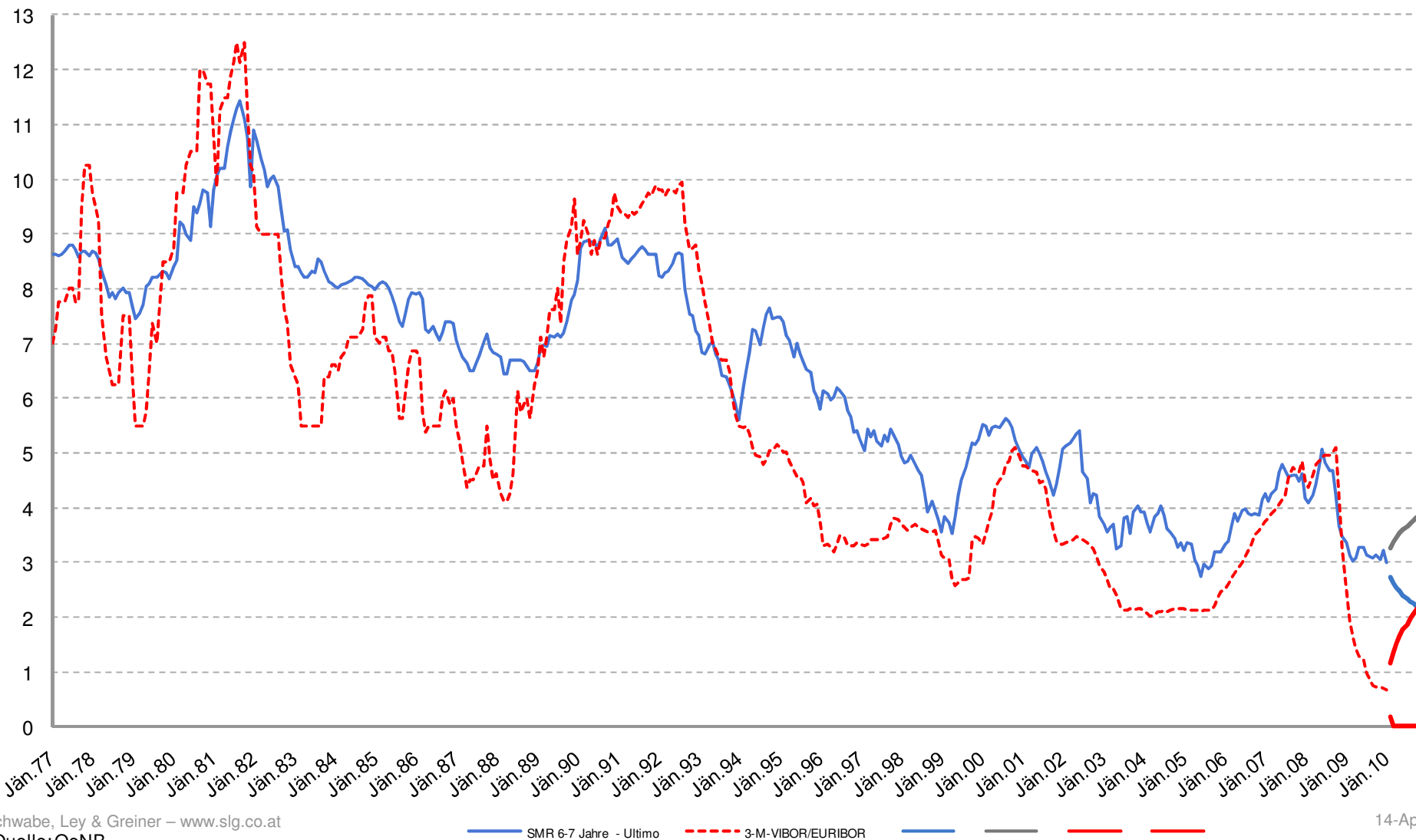


Die Flugzeugflotte der Lufthansa dürfte variabel verzinslich sein

Lufthansa verfolgt das Ziel, 85 Prozent ihrer Finanzverbindlichkeiten variabel zu verzinsen. Mit diesem Prozentsatz wird sowohl dem Ziel der langfristigen Zinsaufwandsminimierung als auch dem Ziel der Reduzierung der Ergebnisvolatilität Rechnung getragen.

Zinsänderungsrisiken aus Finanzverbindlichkeiten werden daher nur zu 15 Prozent gesichert.

Risikomanagement: Statistik und „Stresstests“ nicht Prognosen!



Zinsmeinung darf man haben – sollte das aber nicht Grundlage der Strategie sein

Anja Müller
Düsseldorf

Forscher interessieren sich manchmal für das Geschwätz von gestern. Und sogar für das von vorgestern. Vor allem Finanzmarktforscher schauen gerne einmal genauer nach, wie treffsicher eigentlich die Prognosen von Analysten so sind.

Markus Spiwoks tut das mit großem Interesse, denn er erforscht ein Gebiet, auf dem er selbst sieben Jahre gearbeitet hat, bevor er sich für eine - schlechter bezahlte, aber „befriedigendere“ - akademische Karriere - entschieden hat. Es geht um Zinsprognosen auf Anleihemärkten.

Der Forscher von der Hochschule Wolfsburg hat gemeinsam mit Nils Bedke von der Universität Göttingen und Oliver Hein von der Hochschule Gießen-Friedberg Zinsprognosen von 24 Banken und vier

woks bereits bei anderen Studien über Prognosen nachgewiesen. Die Analysten neigen dazu, zu sehr in der Gegenwart hängen zu bleiben, anstatt wirklich nach vorne zu blicken. Ein entscheidender Grund aber für schlechte Prognosen liegt in der Natur der Märkte: zu viele Einflussgrößen verändern sich zu schnell. „Die Prognosen sind schlecht, weil wir den Markt noch nicht genug verstehen“, sagt Spiwoks.

66%

der Zinsprognosen für Dreimonatsgelder sind schlechter, als wenn man die Zinsen einfach fortschreiben würde.

Quelle: Spiwoks et al.

Die Vorhersagen für zehnjährige Bundesanleihen waren durchweg schlechter als die naive Prognose - egal, ob die Analysten vier oder 13 Monate in die Zukunft blicken mussten.

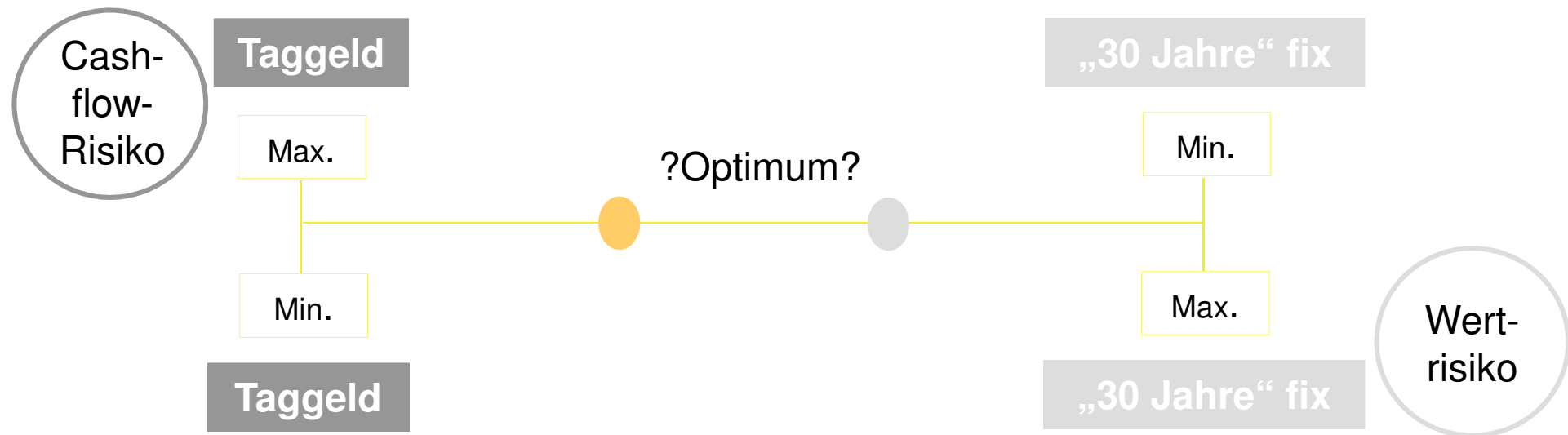
Wer die EZB genau beobachtet, macht bessere Vorhersagen

Bei den Dreimonatsgeldern gibt es aber Hoffnung, sagt Spiwoks: So gelang es immerhin zehn der 29 Institute, die naive Prognose zu schlagen. Und: 25 von ihnen lagen zumindest in der Richtung der prognostizierten Zinsentwicklung richtig. Noch wesentlich besser sieht es bei der Viermonatsprognose der Dreimonatsgelder aus. Alle bis auf ein Institut waren besser als die naive Prognose, nur zwei hatten die falsche Richtung vorausgesagt.

Spiwoks, Bedke und Hein ziehen zwei Schlüsse aus ihren Ergebnis-

Handelsblatt, 11. März 2010

(Zins-)Risiko minimieren? Geht nicht!



Zinsen steuern heißt zwischen Scylla und Karybdis navigieren!



Auch wenn das Cashflowrisiko im Vordergrund steht – Opportunitätskosten sind real und sollten gezielt gesteuert werden

Mio €	Veränderung aller Zinskurven zum 30.09.2008 um	
	+ 100 Basispunkte	- 100 Basispunkte
Cash-Flow-Risiko	21	- 21
Opportunitätseffekte	100	- 106
Bilanzwirksame Zinsrisiken aus Zinsderivaten	1	- 1
Ergebniswirksame Zinsrisiken aus Zinsderivaten	2	- 2

Thyssen Krupp, Geschäftsbericht 2008

Erfolgs- und Risikobegriff sind miteinander verbunden

Dänemark: „Mit Risiko sind Fluktuationen der jährl. Zinskosten gemeint ...“

Irland: „... die Bewertung gegen die Benchmark berücksichtigt den Barwert aller zukünftigen Schulden und deren Risiko; als Konsequenz werden nicht nur die Auswirkungen der Maßnahmen der Agentur auf das betrachtete Jahr, sondern auch deren projizierte Auswirkungen über die volle Laufzeit der Schuld kalkuliert.“

Australien: „... man hat sich dafür entschieden, dass die langfristigen Marktkosten der Schulden das für Australien best passende Kostenkonzept sind ... die langfristigen Auswirkungen bestimmter Entscheidungen im Schulden-Management werden sofort berücksichtigt.“

Ein Blick auf einige Benchmark-Ansätze

Australien: Das Ziel ist, eine Benchmark zu verfolgen (nicht zu schlagen) 85-90 % AUD mit einer Duration von 3 1/4 Jahren; 10-15 % USD – Duration wird nicht veröffentlicht

Irland: Jährlich überarbeitete Benchmark mit Fremdwährungskomponenten – Struktur nicht bekannt

Belgien: Benchmark mit EUR-Komponente von 94,5 bis 95,5 % und einer Duration von 3,5 bis 4,3 Jahren; andere Währungen (CHF, JPY, USD, CAD) in einer Bandbreite von 4,5 bis 5,5 % mit einer Duration von 1,75 bis 2,25 Jahren. Signifikante Abweichungen müssen sofort den „Aufsichtsbehörden“ vorgelegt werden. Die Benchmark selbst wird alle 6 Monate überarbeitet

Und keine Angst vorm Fliegen, wenn ...

Das Reiseziel bekannt
der Tank voll
die Gurte vorhanden ... und geschlossen
das Flugzeug gut gewartet
der Fallschirm an Bord
der Pilot nüchtern

... und Sie auf das vorbereitet sind was passieren kann; nicht was passieren wird!

... wenn Sie vorgesorgt haben ... für den Irrtum

