



HESSISCHER LANDTAG

03. 02. 2021

Kleine Anfrage

Marion Schardt-Sauer (Freie Demokraten) vom 22.12.2020

Beratung im Rahmen des Abschlusses der Derivatgeschäfte

und

Antwort

Minister der Finanzen

Vorbemerkung Fragestellerin:

In der „Frankfurter Rundschau“ vom Samstag, dem 19. Dezember 2020, äußert der Vorstand der Organisation "Bürgerbewegung Finanzwende" Skepsis drüber, dass man auf die Idee zum Abschluss der Derivatgeschäfte, allein im Hessischen Finanzministerium gekommen sein kann. Es komme hingegen immer wieder vor, dass Banken in diesem Sinne beraten, um dann selbst an den abgeschlossenen Geschäften zu verdienen.

Vorbemerkung Minister der Finanzen:

In den Jahren 2007 bis 2012 hatte das Land einen Beratungsvertrag mit der Landesbank Hessen-Thüringen (Helaba) abgeschlossen. Auf dieser Grundlage hat die Helaba das Land beim Aufsatz eines marktnahen und zeitgemäßen

Portfoliomanagements unterstützt. Die vertraglich vereinbarte Unterstützung des Portfoliomanagements ist dem Landesschuldenausschuss in seiner Sitzung am 23. Februar 2007 vor Abschluss des Vertrages ausführlich vorgestellt worden. Dabei wurden auch Fragen nach den Kosten gestellt und beantwortet. Vorbehalte gegen das Vorhaben wurden nicht geltend gemacht.

Diese Vorbemerkungen vorangestellt, beantworte ich die Kleine Anfrage wie folgt:

- Frage 1. Woher kam die Initiative zum Abschluss der Derivatgeschäfte ursprünglich?
- Frage 2. Wer außer der zuständigen Abteilung ist an die Hausspitze des Finanzministeriums mit der Idee, Derivate im großen Umfang abzuschließen, herangetreten?
- Frage 3. Welche Gespräche mit welchen Vertretern des Ministeriums bzw. der Landesregierung gab es hierzu im Vorfeld?

Die Fragen 1 bis 3 werden aufgrund des Sachzusammenhangs gemeinsam beantwortet.

Die Strategie zum Abschluss von Derivatgeschäften zur Zinssicherung wurde aufgrund der inversen Zinsstruktur (40-jährige Zinsen waren niedriger als zehnjährige Zinsen), der nur geringen Abschlussmöglichkeit langlaufender Kreditgeschäfte in 2011 und der Einführung der Schuldenbremse im Kreditreferat des Hessischen Ministeriums der Finanzen entwickelt. Die Strategie wurde danach im sog. Portfoliobeirat mit Mitarbeitern der Helaba besprochen und mit der Hausspitze im Rahmen der Erörterung der regelmäßig auf Arbeitsebene erstellten Liquiditätsvermerke abgestimmt.

Ziel der Strategie war es, die Zinsen durch den Einsatz von langlaufenden Festsatz-Swaps für mehrere Jahrzehnte auf dem damaligen Zinsniveau von um die 3,7 % zu fixieren. Die Geschäfte sollten durch eine Vielzahl kleinerer Abschlüsse sukzessive über einen längeren Zeitraum verteilt werden, um punktuelle Marktrisiken zu relativieren. Dadurch konnte eine Zinssicherung von durchschnittlich 3,1 % Zinsen erreicht werden für ein Volumen von 7,3 Mrd. €.

- Frage 4. Gab es außer der Helaba weitere Beraterverträge oder andere Vertragsbeziehungen mit Banken oder Finanzinstituten, die zum Abschluss von Derivatgeschäften geraten haben?

Es gab keine weiteren Beratungsverträge.

Frage 5. Wenn nein, warum hat man sich alleine auf die Beratung durch die Helaba verlassen und angesichts der in Rede stehenden Summen und Zeiträume keine weitere unabhängige Meinung, externe Expertise oder gutachterliche Bewertung eingeholt?

Die Helaba wurde mit dem Ziel beauftragt, eine externe gutachterliche Expertise zu erhalten. Im Rahmen der Erarbeitung der Zinsmeinung des Landes sind darüber hinaus die Meinungen zahlreicher Marktteilnehmer, anderer Banken sowie der Deutschen Bundesbank und der Europäischen Zentralbank eingeflossen.

Die Zinsmeinung des Landes beruhte auf den nachfolgenden Erwägungen:

a) Zinserwartungen der Helaba für 2011

In der Sitzung des Portfoliobeirats am 26. Oktober 2010 hat die Helaba in ihrem Marktüberblick ausgeführt, dass aufgrund guter konjunktureller Gegebenheiten auf Jahressicht für 10-jährige Bundesanleihen mit einem Zinsanstieg von rd. 0,5 % zu rechnen sei. Die seit 2008 begonnene weltweite Konjunkturerholung begann nach ihrer Einschätzung auf hohem Niveau an Dynamik zu verlieren und Asien entwickelte sich immer mehr zum Wachstumstreiber. Die Analysten der Helaba beobachteten, dass die Währungsmärkte die aus dem Handel resultierenden Ungleichgewichte teilweise nicht widerspiegelten. Auch die Entwicklung von Rendite und Inflation war widersprüchlich. Der Blick in die USA machte deutlich, dass die Maßnahmen der US-Notenbank Fed am Arbeitsmarkt noch nicht die gewünschte Wirkung zeigten und auch der Konsum sich immer noch sehr verhalten zeigte. Nach Einschätzung der Helaba signalisierten aber das konjunkturelle Wachstum und die Inflation im Euroraum, dass die Europäische Zentralbank (EZB) durchaus das Potential für eine Leitzinserhöhung hätte. Dennoch erwartete die Helaba erste Zinsschritte der EZB, aber auch der US-Notenbank Fed erst in 2012. Dies unterstützten auch die Aussagen im Helaba Zinsreport vom 15. Oktober 2010, welche bestätigten, dass sich die Stimmung bei deutschen Unternehmen und Verbrauchern zuletzt auf hohem Niveau hielt. Steigende Beschäftigung, reale Lohnzuwächse und wachsender Konjunkturoptimismus beeinflussten den privaten Verbrauch in Deutschland positiv. Bei der Europäischen Zentralbank wurden offene Diskussionen über den weiteren geldpolitischen Kurs geführt. Einige Ratsmitglieder werteten bereits die sinkende Nachfrage nach EZB-Krediten und die zuletzt reduzierten Risikoaufschläge als Anzeichen einer Normalisierung. Sie forderten daher, das Kaufprogramm von Staatsanleihen einzustellen, Liquiditätshilfen zu reduzieren und letztlich höhere Leitzinsen anzupeilen, auch wenn die Meinung vorherrschte, dass sich die Europäische Zentralbank mit einem Ausstieg aus der sehr expansiven Geldpolitik schwertun dürfte.

Auch der Helaba Zinsreport vom 11. Januar 2011 bestätigte die Einschätzung eines bevorstehenden Zinsanstiegs: Hier wurde festgestellt, „dass die Inflationserwartungen beiderseits des Atlantiks seit Anfang Dezember 2010 spürbar angestiegen waren, was als wichtiger Grund für den jüngsten Kursrutsch bei Anleihen gesehen wurde. Beachtlich war zudem der Teuerungsanstieg im Euroraum zum Jahresende 2010. Erstmals seit November 2008 kletterte die Vorjahresrate wieder über die Marke von 2 %.“

b) Zinseinschätzungen anderer Institute

Wie im Folgenden ausgeführt wird, wurde diese Zinsmeinung der Helaba sowohl von Notenbanken als auch Finanz- und Wirtschaftsinstituten ganz überwiegend geteilt.

In ihrem Monatsbericht für Dezember 2010 (S. 41) hatte die Europäische Zentralbank festgestellt, dass sich „verglichen mit Ende August [2010] die Erwartungen der Anleger hinsichtlich der künftigen kurzfristigen Zinssätze und der damit verbundenen Risikoprämien im Euroraum über alle Laufzeithorizonte hinweg nach oben verschoben haben, während die Zunahme der Terminzinssätze am längeren Ende der Terminzinskurve am stärksten ausgeprägt war.“ Auf S. 92 des Berichts findet sich zu den damaligen Zinsannahmen folgender Satz: „Die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der nominalen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum beinhalten ein durchschnittliches Niveau von 3,5 % in diesem Jahr, das 2011 auf 4,0 % und 2012 auf 4,3 % steigt.“

Wie die „Frankfurter Allgemeine Zeitung“ am 5. Januar 2011 berichtete, erwarteten die meisten der von der Zeitung zum Jahreswechsel 2010/2011 befragten Fachleute in den nächsten Monaten einen moderaten Anstieg der langfristigen Zinsen in Europa und den USA. Im Durchschnitt sagten die 27 von dieser Zeitung befragten Fachleute eine Zunahme der Rendite zehnjähriger Bundesanleihen von damals 2,9 % p.a. auf 3,26 % p.a. bis zum Ende des Jahres 2012 voraus. Ein Zinsanstieg in dieser Größenordnung würde zu Kursverlusten führen, die gut der Hälfte der jährlichen Zinszahlungen entsprechen. Für Bundeilanleihen reichte die Spanne der Prognosen von einem Rückgang der Rendite auf 2,6 % bis zu einem Anstieg auf 3,85 %. Hier hatten sich letztlich alle getäuscht, denn die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen erreichte zum Ende des Jahres 2011 gerade 1,83 % p.a.

Die Redakteure der „Frankfurter Allgemeine Zeitung“ sowie des „Geld-Magazins“ kamen Anfang des Jahres 2011 zu dem Schluss, dass sich der Trend abzeichne, dass es mit den niedrigeren

Zinsen auf mittlere Sicht vorbei sein könnte. Sie führten aus, dass viele Ökonomen die zunehmende Gefahr einer höheren Inflation fürchteten. So schreibt die Frankfurter Allgemeine Zeitung in ihrem am 18. Januar 2011 veröffentlichten Artikel „Spekulation auf eine frühe Zinswende der EZB“, dass die Zinswende schon früher zur Belastungsprobe führen könnte, als es die meisten Anleger bisher erwartet haben und dass die jüngste Inflationswarnung der Europäischen Zentralbank für Unruhe sorgte. Auf dem Geldmarkt seien nach Einschätzung der Marktteilnehmer zwei Zinserhöhungen für das Jahr 2011 schon vorweggenommen.

Der Internationale Währungsfonds stellte in seinem am 25. Januar 2011 veröffentlichten Wirtschaftsausblick fest, dass sich die Weltwirtschaft unerwartet gut erhole. Dabei hätten die Schwellenländer zwar die reichen Nationen weit abgehängt, von den Industriestaaten stehe aber Deutschland mit am besten da.

Die Einschätzung der Helaba war vor diesem wirtschaftlichen und geopolitischen Hintergrund nicht nur gut vertretbar, sie hat sich im ersten Quartal 2011 auch tatsächlich bestätigt. So führte die Deutsche Bundesbank in ihrem Monatsbericht im Februar 2011 (S. 6 f.) aus, „dass die Weltwirtschaft im 4. Quartal wieder Fahrt aufgenommen habe. Nach der Jahreswende 2010/2011 habe sich das Wachstumstempo der Weltwirtschaft auf dem erhöhten Niveau gehalten bzw. sogar noch etwas verstärkt. Die weltweit günstigeren Konjunkturaussichten prägten nach der Einschätzung der Deutschen Bundesbank in den Herbst- und Wintermonaten 2010/2011 auch die Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten.“ Die Deutsche Bundesbank stellte fest, dass „in einem Umfeld steigender Zuversicht der Marktteilnehmer in den USA, in Japan sowie nicht zuletzt in Deutschland die Kapitalmarktzinsen weltweit angezogen haben. Dies habe sich auch an den Märkten für Unternehmensanleihen in höheren Renditen niedergeschlagen.“

Nach einem merklichen Anstieg Anfang Oktober 2010 bis zum Jahreswechsel 2011 beobachtete die Deutsche Bundesbank zwar zunächst leicht sinkende Geldmarktsätze. Im Anschluss an die erste geldpolitische Sitzung des EZB-Rats im Jahr 2011 kam es jedoch zu einem neuerlichen kräftigen Anstieg der Notierungen. Die Deutsche Bundesbank stellte daher fest, dass „per Saldo die Geldmarktzinsen somit von Oktober 2010 bis Januar 2011 ihre im zweiten Vierteljahr 2010 begonnene Aufwärtstendenz fortsetzen.“

Zu einer ganz ähnlichen Einschätzung kam das renommierte Mannheimer Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) in seinem Finanzmarktreport für den Monat März 2011. Das ZEW konstatierte: „Im Februar [2011] ist der Saldo der Inflationserwartungen für Deutschland um 5,7 Punkte auf 69,8 Punkte geklettert. Dies gibt zu denken: Zentralbanken sehen sich in ihrem Handlungsspielraum eingeschränkt, wenn die Marktakteure dauerhaft mit hohen Inflationsraten rechnen. Dass nun die Finanzmarktexperten mit einer großen Mehrheit von fast zwei Dritteln mit steigenden kurzfristigen Zinsen in der Eurozone rechnen, hängt wohl vor allem damit zusammen, dass sie der EZB ein entschlossenes Vorgehen gegen aufkommende Inflationsgefahren zutrauen.“

Auch andere Banken – wie etwa die Frankfurter Deka Bank – sahen im April 2011 für die Europäische Zentralbank gute Gründe, um aus der lockeren Geldpolitik auszusteigen. Neben der vergleichsweise hohen Inflationsrate wurden hier auch die Destabilisierung des Bankensystems und die Preisverzerrungen bei den Vermögenswerten genannt. Auch wenn die Deka Bank auf absehbare Zeit zwar keine wirkliche Alternative zu einer expansiven Geldpolitik der Notenbanken sah, erwartete sie für den Euroraum doch zunächst eine Straffung des Refinanzierungssatzes auf 2 % und rechnete mit einer Leitzinserhöhung im April 2011.

Der im Juni 2011 veröffentlichte Monatsbericht der Deutschen Bundesbank bestätigte, dass die Normalisierung der Geldpolitik mittlerweile Realität geworden ist – und zwar schneller als von den Finanzmarktexperten noch zu Beginn des Jahres erwartet (S.18): "Die fortschreitende Normalisierung am Geldmarkt und die inzwischen eingeleitete Normalisierung des weiterhin expansiven Leitzinsniveaus sowie die Markterwartung weiterer Leitzinsanpassungen haben die Kurzfristzinssätze etwas schneller steigen lassen als in der Dezember-Projektion zugrunde gelegt. Für die aktuelle Prognoserunde wird ein aus Marktdaten abgeleiteter Kurzfristzinssatz (Dreimonatszinssatz für unbesicherte Geschäfte am Interbankengeldmarkt) von 1,6 % für 2011 (anstelle von 1,4 %) und 2,3 % für 2012 (anstelle von 1,7 %) unterstellt. Angesichts der guten wirtschaftlichen Aussichten sind auch die Langfristzinsen angestiegen. Für den Jahresdurchschnitt 2011 wird nun bei deutschen Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von über neun bis zehn Jahren eine Umlaufrendite von 3,3 % erwartet, verglichen mit 2,9 % in der Dezember-Projektion. Für das Jahr 2012 ergibt sich nunmehr ein Wert von 3,6 % gegenüber 3,3 % im Dezember."

c) Eigene Abwägung der Marktsituation

Selbstverständlich ersetzen die Ausführungen der Research-Abteilungen von Notenbanken, Finanz- und Wirtschaftsinstituten nicht die eigene Auseinandersetzung mit den Argumenten, die für oder gegen einen Zinsanstieg sprechen. Diese Abwägung ist in den regelmäßig auf Arbeitsebene erstellten Liquiditätsvermerken für die Hausspitze dokumentiert, die auch die Basis bilden für die jährlichen Schuldenberichte des Präsidenten des Hessischen Rechnungshofs.

Aus Sicht des Landes zeigte sich die Situation im 4. Quartal 2010 und im 1. Quartal 2011 sehr heterogen. Nach der Finanzkrise waren die Finanzmärkte in einem schwierigen, bisweilen unberechenbaren Zustand. Zum Jahresende 2010 stand die Europäische Zentralbank unter starkem Druck der Märkte, durch tiefe Zinsen einen Wirtschaftsaufschwung zu ermöglichen und den hochverschuldeten Staaten Europas eine günstige Refinanzierung zu ermöglichen. Für ein mittelfristig niedriges Zinsumfeld sprachen damals die rückläufigen Exporte. Die chinesische Wirtschaft zeigte Überhitzungstendenzen, die US-Konjunktur und auch die US-Arbeitslosenzahlen enttäuschten. Sowohl die USA als auch Großbritannien hatten Interesse an einem tiefen Langfristzins. An den Aktienmärkten rechnete man – nach einem beispiellosen Anstieg der Kurse im Jahr 2010 – Anfang des Jahres 2011 mit ersten Rückschlägen.

Für einen Zinsanstieg sprach hingegen die positive konjunkturelle Entwicklung in Deutschland mit gutem Export und steigendem Inlandskonsum. Nachdem die Europäische Zentralbank durch den Aufkauf griechischer, portugiesischer und irischer Anleihen im Sekundärmarkt die Finanzmärkte der Krisenländer gestützt hatte, befand sich die Notenbank im November 2010 bereits wieder auf einem Weg der Normalisierung der Geldpolitik – durch Rückkehr zum Zinstender, Aussetzung der Staatsanleihekäufe und ab Mitte 2011 auch durch mögliche Zinserhöhungen. Es war wahrscheinlich, dass die ausufernde Staatsverschuldung der USA, Japans aber auch Europas die Risikoaversion der Investoren insgesamt ansteigen lassen und zu einer Ausweitung der Liquiditätsspreads führen würden. Hierfür sprach, dass mit fortschreitender Ausweitung des Rettungsschirms das Risiko bestand, dass auch Deutschland Teil einer Transferunion werden könnte. Das ausschlaggebende Argument für einen Zinsanstieg war indes die weltweit steigende Inflation, die besonders durch einen Anstieg der Rohstoff- sowie der Lebensmittelpreise getrieben wurde.

d) Wahl der Strategie/Abwägung von Chancen und Risiken

Für die 40-jährigen Swaplaufzeiten entschied sich das Land, um hierdurch langfristig stabilisierende Effekte nutzen zu können. Zudem waren die Kosten für eine 40-jährige Zinssicherung aufgrund der asymmetrischen Nachfrage durch Versicherungen, die hier die Gegengeschäfte suchten, günstiger als die Kosten für eine 10-jährige Zinssicherung.

Die Entscheidung, einen Anteil von 20 % der künftigen Kreditaufnahme abzusichern, erfolgte, da dieser Anteil als erforderlich angesehen wurde, um auf Portfoliosicht eine ausreichende stabilisierende Wirkung zu erreichen und zugleich sicherzustellen, dass in Zukunft die in der mittelfristigen Finanzplanung veranschlagten Zinsausgaben nicht überschritten werden. Unter Berücksichtigung der Vorgaben des gesetzlichen Abbaupfads zur Erreichung der Schuldenbremse sowie der Risikotragfähigkeit des Portfolios war es das übergeordnete Ziel, für einen Teil des Kreditportfolios die Zinsausgaben dauerhaft auf einem für den Landeshaushalt tragbaren Niveau zu stabilisieren. Die Finanzmarktkrise im Jahr 2008 und die ihr folgende Staatsschuldenkrise im Jahr 2010 hatten zu einem deutlichen Anstieg der Verschuldung fast aller Euroländer geführt. Die Staatsschuldenkrise hat darüber hinaus gezeigt, dass die Ausweitung der Verschuldung eines Staates das Risiko eines plötzlichen Renditeanstiegs signifikant erhöht und geeignet ist, das Vertrauen der Märkte zu erschüttern. Die anteilige Absicherung von 20 % der künftigen Kreditaufnahme erfolgte damit vor dem Hintergrund, auch in schwierigen Marktphasen die in zukünftigen Haushalten eingeplanten Zinstitel einhalten zu können.

Frage 6. Wie hoch war der in 2007 mit der Helaba abgeschlossene Beratervertrag dotiert?

In der zur Veröffentlichung vorgesehenen Antwort auf die Kleine Anfrage können die Vertragsdetails nicht ausgewiesen werden, da der Veröffentlichung berechnete Interessen der Helaba (Betriebs-/Geschäftsgeheimnisse) entgegenstehen. Zur Einordnung der Kosten des Beratervertrags wird jedoch darauf hingewiesen: Verteilt auf die gesamte Vertragslaufzeit von 2007 bis 2012 wurde jährlich für Beratungsleistungen durchschnittlich ein niedriger fünfstelliger Eurobetrag gezahlt. Ein Exemplar der Antwort auf die Kleine Anfrage mit der Angabe der konkreten Kosten ist in der Kanzlei des Hessischen Landtags zur Einsichtnahme für die Abgeordneten des Hessischen Landtags hinterlegt.

Frage 7. Hat die Helaba durch die abgeschlossenen Zinsderivate Provisionen verdient?

Frage 8. Wenn ja, wie hoch waren diese zusätzlich zu den Beraterverträgen?

Die Fragen 7 und 8 werden aufgrund des Sachzusammenhangs gemeinsam beantwortet.

Das Land handelt mit 18 nationalen und internationalen Geschäftsbanken, so auch mit der Helaba. Die Helaba hat vom Land im Zusammenhang mit dem Abschluss von Zinsderivaten keine zusätzlichen Provisionen erhalten. Im Vorfeld konkreter Abschlüsse wurden zunächst von mehreren Banken Indikationen für das geplante Geschäft eingeholt. Die beiden Banken mit den jeweils besten Indikationen haben dann noch einmal zeitgleich ein Angebot abgegeben, das hierbei abgegebene beste Gebot erhielt den Zuschlag. Die Helaba hatte keine Vorteile auf Grund des Beratervertrages.

Frage 9. Hat man im Laufe der Jahre den fachlichen Austausch über die Expertise anderer Bundesländer zum Einsatz dieses Finanzierungsinstrumentes durch staatliche Ebenen gesucht und welche Erkenntnisse ergaben sich?

Frage 10. Falls der Austausch nicht gesucht wurde, warum?

Die Fragen 9 und 10 werden aufgrund des Sachzusammenhangs gemeinsam beantwortet.

Die Bundesländer tauschen sich regelmäßig über ihre Kapitalmarktaktivitäten aus. Es finden wöchentlich Telefonkonferenzen statt, in denen im Wesentlichen die kurzfristigen Marktentwicklungen, die Finanzierungsbedarfe und allgemeine, das Kreditgeschäft betreffende Themen besprochen werden. Einmal jährlich findet eine zwei- bis dreitägige Präsenzsitzung aller Kreditreferate zur ausführlichen Diskussion wichtiger Themen statt. Darüber hinaus haben die zwölf Bundesländer, die Derivate einsetzen, eine Arbeitsgruppe gebildet, die sich einmal im Monat hinsichtlich des Derivateinsatzes und damit verbundener Themen austauscht. Anlassbezogen finden auch hier Präsenzsitzungen statt. Im Rahmen dieser Gespräche werden auch die unterschiedlichen Kapitalmarktaktivitäten und Zinssicherungsstrategien ebenso wie die verschiedenen Herangehensweisen bzgl. des Portfoliomanagements intensiv diskutiert.

Auch andere Bundesländer haben langfristige Zinssicherungsgeschäfte abgeschlossen und sichern bis zu 50 % der anstehenden Schuldenaufnahmen durch den Abschluss von Forwardswaps oder mit dem Kauf von Optionen ab. Schließlich wählen einige Bundesländer die Begebung sehr langlaufender Anleihen mit Laufzeiten von 30 bis 100 Jahren. Auch der Bund setzt im Rahmen seines Portfoliomanagements Derivate ein.

Andere Rechnungshöfe schlugen ebenfalls eine Strategie zur dauerhaften Verstetigung der Zinsausgaben – so weit wie möglich – auf dem aus damaliger Sicht niedrigem Niveau vor (vgl. Landesrechnungshof Schleswig-Holstein, Bemerkungen 2013).

Wiesbaden, 25. Januar 2021

Michael Boddenberg