

Liquiditätssteuerung

Überlegungen zur Absicherung von Zinsänderungsrisiken im Bausparen

Jürgen Steffan, Josef Schürle und Christoph Püntmann

Geschaffen um Liquidität von Phasen mittleren Zinsniveaus in Hochzinsphasen zu übertragen, hat der Fonds zur bauspartechnischen Absicherung bisher erfolgreich dafür gesorgt, die Bausparkollektive zu stabilisieren und die Zuteilungsfristen moderat zu halten. In Niedrigzinsphasen, die für Bausparkassen ebenfalls Risiken beinhalten, erweist sich das Instrument jedoch als wirkungslos. Deshalb diskutieren die Autoren einen Ansatz, den Fonds durch geeignete Absicherungsinstrumente zu ergänzen und so seine Anwendbarkeit auf kollektive Zinsänderungsrisiken im Allgemeinen zu erweitern. (Red.)

Der Fonds zur bauspartechnischen Absicherung (FbtA) wurde 1991 mit dem Ziel ins Leben gerufen, die Liquidität im Bausparkollektiv für die Zuteilung von Darlehen zu sichern. Dies war eine Konsequenz der Liquiditäts- und Zuteilungsengpässe bei deutschen Bausparkassen während der frühen Achtzigerjahre, was vor allem auf das damals sehr hohe Zinsniveau zurückgeführt werden kann.

Neben dem Liquiditätsrisiko in Hochzinsphasen stellen Niedrigzinsphasen ein für das Geschäftsmodell der Bausparkasse wahrscheinlich ebenso hohes Zinsänderungsrisiko dar. Aufgrund der in diesem Szenario zu erwartenden hohen Tilgungsintensitäten und Darlehensverzichtsquoten auf der einen und hoher Fortsetzerquoten bei Sparverträgen auf der anderen Seite gerät hier das Zinsergebnis der Bausparkassen stark unter Druck, obwohl gleichzeitig im Kollektiv Liquidität im Überschuss vorhanden ist.

Absicherung der Hoch- und Niedrigzinsrisiken

Während der FbtA ökonomisch als Zinsabsicherung gegen eine teure Refinanzierung der Bauspardarlehen bei hohen Zinsen aufgefasst werden kann, könnte man kapitalmarkttechnische Möglichkeiten zur Replizierung des FbtA heranziehen, diese mit dem FbtA verknüpfen und damit sowohl Risiken aus Hoch- als auch aus Niedrigzinsszenarien absichern.

Seit der Einführung des FbtA nach den Erfahrungen aus den Achtzigerjahren¹⁾ infolge der Liquiditätsengpässe und der damit verbundenen längeren Wartezeiten im Kollektiv hat sich das Umfeld für die Bausparkassen deutlich verändert.

Beispielsweise erfolgten eine weitergehende Öffnung von kollektiven Geldern für außerkollektive Finanzierungen, die Zulassung von Derivaten zur Absicherung bestehender geschäftsbezogener Risiken²⁾ oder das Angebot von in ihrer Struktur neuen Tarifen. Gerade die Einführung von Niedrigzinstarifen in den letzten Jahren wird die kollektive Risikoposition sowohl aus Sicht der Liquidität als auch im Hinblick auf das Zinsänderungsrisiko, insbesondere bei steigenden Zinsen, in den kommenden Jahren wesentlich verändern, was die Bausparkassen vor neue Herausforderungen stellt.

All diese Neuerungen haben nicht die Effektivität des FbtA für den ihm zugrunde gelegten Zweck der Liquiditätssicherung infrage gestellt. Derzeit wird in der Branche aber auch eine Lockerung der Anwendbarkeit des FbtA diskutiert, und zwar im Hinblick auf eine ergebniswirksame Stützung des Bausparkassengeschäfts gerade auch in Niedrigzinsphasen.

Zinsabhängigkeitsaspekte des FbtA

Der FbtA, seine Dotierung und sein Einsatz sind im Bausparkassengesetz und in der Bausparkassenverordnung festge-

legt.³⁾ Danach erfolgen Dotierungen des FbtA, solange sich dessen Bestand unterhalb einer Obergrenze von drei Prozent der Bauspareinlagen bewegt, als Produkt aus der Schwankungsreserve, das heißt dem Betrag der vorübergehend nicht zuteilbaren Zuteilungsmittel, und der Differenz von außerkollektivem und kollektivem Zins. Dagegen erfolgt der Einsatz in Abhängigkeit vom individuellen Sparer-Kassen-Leistungsverhältnis zur Stützung einer außerkollektiven Finanzierung von Bauspardarlehen, aber nicht in Form von direkten Zuteilungsmitteln.

Wie in Abbildung 1 schematisch vereinfacht dargestellt, ergibt sich folgende grundsätzliche Zinsabhängigkeit des FbtA:

- Im Niedrigzinsumfeld, in dem der Anlagegrad im Kollektiv sehr niedrig ist und ausreichend Zuteilungsmasse zur Verfügung steht, können keine Entnahmen aus dem FbtA getätigt werden. Solange die Differenz zwischen außerkollektivem und kollektivem Zins negativ ist, sind aber auch keine Dotierungen zu leisten.
- Im Mittelzinsumfeld steigt der außerkollektive Zins deutlich schneller als der träge kollektive Zinssatz, sodass mit der positiven und ansteigenden Zinsdifferenz mehr und mehr Dotierungen des FbtA vorgenommen werden, bis der Bestand des FbtA die Obergrenze von drei Prozent der Guthaben erreicht.
- Im Hochzinsumfeld führen steigende Zinsen zu einem höheren Anlagegrad und damit zu einem Rückgang der zur Verfügung stehenden Zuteilungsmittel. Dies kann zu außerkollektiven Geldaufnahmen zur Stützung der Zuteilung und entsprechenden Entnahmen aus dem FbtA zum Ausgleich einer teuren Refinanzierung führen.

Mit diesem Zinsprofil stellt der FbtA sozusagen einen Umverlagerungsmechanismus dar, der einen Kapitalstock in „guten“ Zeiten aufbauen soll, um ihn in „schlechten“ Zeiten zur Verfügung zu haben. Dabei entsprechen die „guten“ Zeiten quasi dem Mittelzinsumfeld und die „schlechten“ Zeiten dem Hochzinsumfeld. Im Niedrigzinsumfeld ergeben sich keine Dotierungsanforderungen für die Bausparkasse, in dieser Phase kann sie aber auch nicht auf den FbtA zugreifen.

Wie oben erwähnt, handelt es sich hierbei lediglich um eine prinzipielle Darstel-

Die Autoren

Jürgen Steffan ist Mitglied des Vorstands und **Josef Schürle** ist Leiter Kollektivmanagement der Wüstenrot Bausparkasse AG, Ludwigsburg. **Christoph Püntmann** ist ALM Strategist bei Goldman Sachs International, Frankfurt/London.

lung, während sich die Wirklichkeit deutlich komplexer darstellt. So lässt sich die Realität nicht einfach in drei Zinsphasen einteilen, und der FbtA hängt nicht nur vom jeweils aktuellen Zinsumfeld, sondern auch vom jeweils historischen Zinspfad ab.

Konvexitätshedge

Ein Bausparvertrag ist mit vielerlei Optionen ausgestattet. Dabei sind diese Optionen (embedded options) in der Regel gegen die Bausparkasse ausübbar, das heißt, die Bausparkasse hat – wie man im Optionsjargon sagen würde – „Konvexität geschrieben“. Das bedeutet, dass starke Zinsbewegungen in der Regel zu Lasten der Bausparkasse gehen.

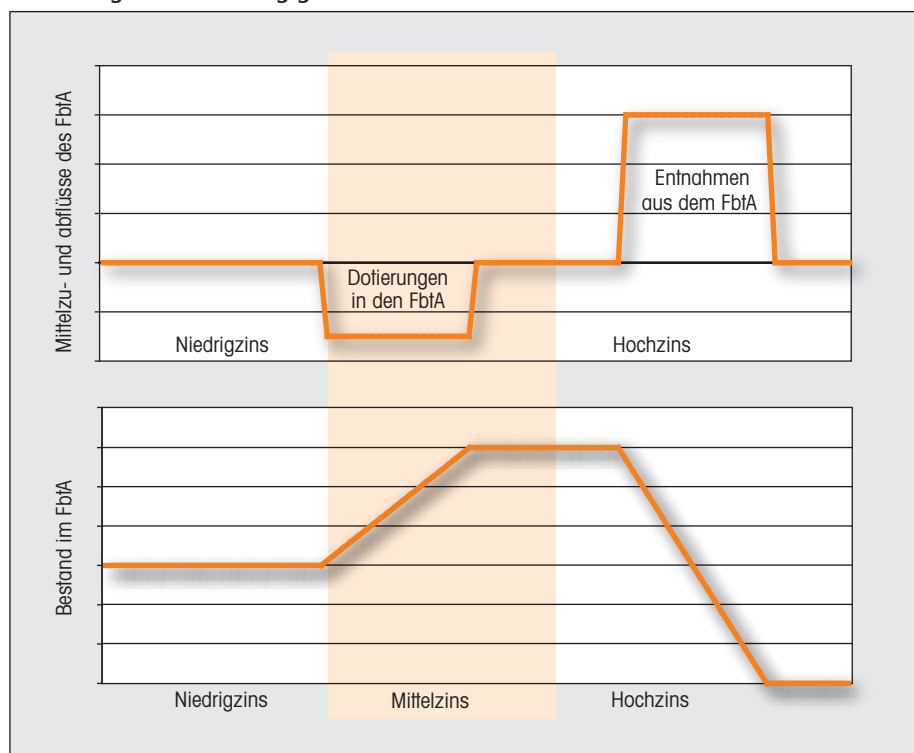
Ein Konvexitätshedge hat generell die Aufgabe, diese Konvexität wieder zurückzukaufen, das heißt eine Absicherung gegen das Konvexitätsrisiko zu ermöglichen. Da auf Einzelvertragebene diese Optionen wegen ihrer Komplexität und des nicht durchgängig finanzrationalen Kundenverhaltens nicht leicht zu bewerten sind, wäre eine direkte Replikation mit Kapitalmarktinstrumenten nur begrenzt effektiv und wahrscheinlich relativ teuer.

Das Geschäftsmodell der Bausparkassen beruht unter anderem auch darauf, dass nicht alle Kunden ihre Optionen unter theoretischen Gesichtspunkten optimal ausüben, weil in Teilen auch nicht finanzrationale Gründe das Verhalten der Bausparer beeinflussen⁴⁾. Daneben gibt es andere glättende Effekte, wie zum Beispiel die bessere Prognosefähigkeit des Kundenverhaltens auf Basis des diversifizierten Kollektivs insgesamt im Vergleich zum Einzelvertrag, oder Mechanismen zur Gegensteuerung, wie beispielsweise das Anbieten neuer Tarife oder Tarifformen.

Ein Hedge auf Kollektivebene ist deswegen besser einzusetzen, vorausgesetzt er ist auf das Zinsänderungsrisiko und die Tarif- und Kundenstruktur im vorliegenden Kollektiv zugeschnitten. Als Basis hierfür sind allerdings ausgereifte Gesamtbanksteuerungsmodelle erforderlich.

Der Konvexitätshedge kann als Kombination von Out-of-the-money Payer- und Receiver-Swaptions oder als Kombination von Caps und Floors erzeugt werden, um jeweils das Hochzins- oder Niedrigzinsrisiko abzusichern. Wie im Schaubild dargestellt, hat der Hedge ein Zinsprofil, bei dem im Mittelzinsumfeld ein Auf-

Abbildung 1: Zinsabhängigkeit des FbtA



wand in Form der Optionsprämie geleistet werden muss, während in den Extremzinsszenarien der Hedge einen Ertrag generiert. Die U-Form dieses Hedges nennt man in der Optionssprache auch „Strangle“. Dieser ist aber vom zugrunde liegenden Kollektiv abhängig zu gestalten und muss daher nicht symmetrisch sein, wie in Abbildung 2 vereinfacht dargestellt. Je stärker sich das Zinsniveau in die Extrembereiche bewegt, desto mehr kommt die entsprechende Option ins Geld, und die Absicherung gewinnt an Wert.

Hier bietet sich nun der Vergleich mit dem FbtA an:

- Wie beim FbtA, findet ein Mittelabfluss im Mittelzinsumfeld und ein Mittelzufluss im Hochzinsumfeld statt. Der Mittelabfluss ergibt sich aus der zu leistenden Optionsprämie, der Mittelzufluss aus den Zahlungen der Caps/Floors oder aus der Realisierung der Marktwertgewinne auf die Swaptions.

- Während der FbtA auf die in der Vergangenheit geleisteten Einzahlungen insgesamt beschränkt ist, kann der Wert der Optionspositionen (theoretisch) unbegrenzt sein. Es entspricht ja gerade dem Versicherungscharakter der Option, dass der Ertrag ein Vielfaches der eingezahlten Prämie sein kann, dieser aber mit einer geringen Wahrscheinlichkeit auftritt. Allerdings könnten ge-

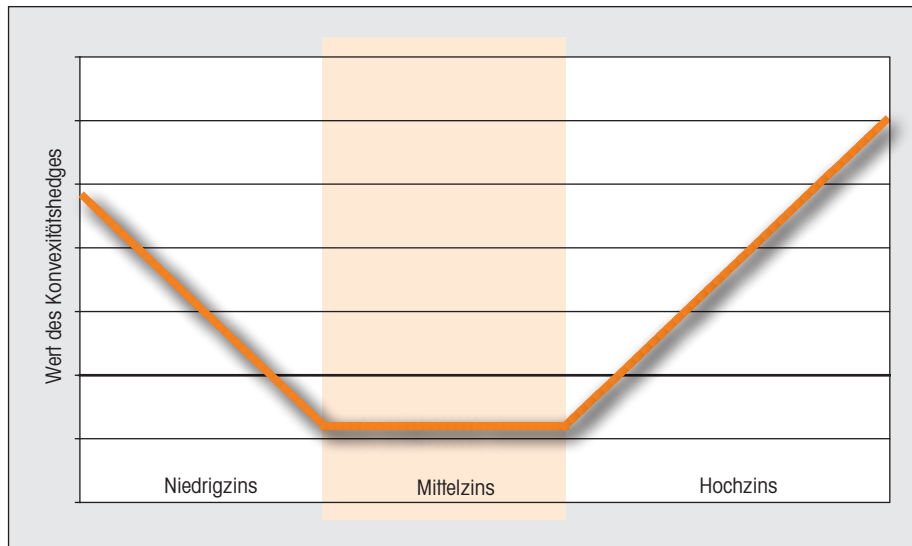
rade die mit geringer Wahrscheinlichkeit auftretenden Extremzinsszenarien einer Bausparkasse große Probleme bereiten.

- Während der FbtA in Niedrigzinsphasen keinen Risikoausgleich leistet, da dort in der Regel keine Zuteilungsschwierigkeiten auftreten, ist der Konvexitätshedge auch in Niedrigzinsszenarien effektiv. Das ist umso wichtiger, da die Zinsrisiken in Niedrigzinsszenarien wie erläutert für Bausparkassen erhebliche Dimensionen annehmen können, obwohl Zuteilungsmasse in hohem Umfang verfügbar ist.

- Wichtig in diesem Zusammenhang ist, dass eine effiziente Gestaltung des Konvexitätshedges eine hohe Transparenz über die Risiken des jeweiligen Bausparkollektivs und damit ausgereifte Gesamtbanksteuerungsmodelle voraussetzt. Während mittels FbtA pauschal Reserven gebildet werden, wäre der Konvexitätshedge konkret auf die kollektiven Erfordernisse anzupassen. Die Absicherung erfolgt dadurch, dass die identifizierten Risiken an den Kapitalmarkt abgegeben werden und damit auf diesem Weg eine Art Rückversicherung greift.

Grundsätzlich ist es denkbar, den FbtA mit einem Konvexitätshedge zu verknüpfen. Hinsichtlich des Umfangs der Integration sind grundsätzlich drei Stufen denkbar:

Abbildung 2: Der Konvexitätshedge



(1) Der Hedge könnte neben dem unveränderten System des FbtA aufgebaut werden.

(2) Zukünftige für den FbtA vorgesehene Dotierungen könnten statt in den FbtA in Optionsprämien für den Konvexitätshedge investiert werden.

(3) Bereits geleistete Dotierungen des FbtA könnten für die Investition in Optionsprämien herangezogen werden.

Die Verknüpfung von FbtA und Zinsabsicherung hätte den Vorteil, dass mehr Bausparkassen ihr Zinsänderungsrisiko gezielt über den Kapitalmarkt absichern könnten.

Vergleich mit der Versicherungsbranche

Während das Geschäftsmodell der Bausparkasse von Zinsänderungsrisiken in beiden Zinsextremen geprägt ist, sind Lebensversicherungen von einem Risiko bei Niedrigzinsen wesentlich stärker betroffen. Das geht auf die Vertragsform der „gemischten Lebensversicherung“ zurück, die sich aus einem Sparvertrag mit garantierter Mindestverzinsung und Gewinnbeteiligung sowie einer Todesfallversicherung zusammensetzt. Während sich die biometrischen und kundenspezifischen Risiken innerhalb des Versichertenkollektivs weitestgehend diversifizieren, bleibt auch hier das Zinsänderungsrisiko als das relevanteste systemische Risiko, bedingt aus der „harten Option“ in Form der Garantieverzinsung.

Viele Versicherer haben die im Niedrigzinsumfeld entstehende Durationslücke

mit „linearen“ Instrumenten gefüllt, das heißt mit langfristigen Anleihen oder Swaps, was aber im Grunde nur das Risiko bei niedrigen Zinsen in ein Risiko bei hohen Zinsen gedreht hat. So werden bei steigenden Zinsen hohe Wertverluste ergebniswirksam, und es entsteht zusätzlich ein Nachteil gegenüber Wettbewerbern, die jetzt in höher verzinsten Anlagen investieren können. Daneben tritt unter Umständen auch eine höhere Stornoquote aufgrund der niedrigeren Gewinnbeteiligung auf.

Weil das Risikoprofil konvex ist, haben daher in der Vergangenheit viele deutsche Versicherungsunternehmen den zwar komplexeren aber gleichzeitig wirksameren Weg des Konvexitätshedges gewählt, häufig in Form von Receiver-Swaptions oder in Form von Kombinationen aus Payer-Swaptions plus Swaps. Damit sind zwar direkte Kosten in Form der Optionsprämie verbunden, das Unternehmen hat sich aber nicht an niedrige Zinsanlagen gebunden, was mit entsprechend negativen Folgen bei steigenden Zinsen verbunden wäre. Um die Prämien möglichst niedrig zu halten, haben diese Unternehmen nicht das volle Zinsänderungsrisiko abgesichert, sondern nur das Extrem, das zwar nicht unwahrscheinlich aber für den Fortbestand des Geschäfts kritisch sein könnte.

Weitere Analyse der Praktikabilität

Der FbtA ist aus Liquiditätsproblemen einer länger durchlebten Hochzinsphase in den Achtzigerjahren entstanden. Er hat daher auch nicht den Auftrag erhalten, das in einer Niedrigzinsphase entstehende Zinsänderungsrisiko abzusichern,

welches für den Bausparbetrieb ebenso gefährlich sein kann. Er entspricht also einer Art Rückstellung für die Risiken einer potenziell wiederkehrenden Hochzinsphase.

Der FbtA ist in erster Linie als Instrument effektiv, um die Liquidität in der Zuteilungsphase zu gewährleisten. Seine Hauptaufgabe, Zuteilungsmassen von Zeiten hoher Liquidität (mittlere Zinsen) zu Zeiten niedriger Liquidität (hohe Zinsen) zu transferieren, kann generell als erfüllt angesehen werden. Er leistet damit einen positiven Beitrag zur Erhaltung konstanter und möglichst kurzer Wartezeiten im Kollektiv.

Eine ganz besondere Rolle spielt aber auch die Zulässigkeit von Derivaten nach § 4 BSpKG [2], sofern sie nachweislich für Absicherungs- und nicht für Investitionszwecke eingesetzt werden. Der Konvexitätshedge erfüllt in diesem Rahmen die Rolle eines Sicherungsgeschäfts, den die Bausparkasse gegen steigende und fallende Zinsen sehr effektiv und maßgeschneidert einsetzen kann und dessen abrollender Zeitwert (Prämie) in der Größenordnung der Zuführungen zum FbtA liegen könnte. Neben der Absicherung des Zinsänderungsrisikos der ganzen Bausparkasse dient er speziell auch der effektiven Verteilung gleichmäßiger und möglichst kurzer Wartezeiten. Insofern könnte er den FbtA ergänzen oder bei nachweislicher Effektivität auch ersetzen. Voraussetzung ist das Vorliegen ausge-reifter Gesamtbanksteuerungsmodelle.

Im ersten Schritt handelt es sich bei den dargestellten Überlegungen sicherlich um theoretische Konzepte, deren Wirksamkeit in der Praxis noch nachgewiesen werden müssen. Angesichts der genannten Vorteile, nämlich der Absicherung sowohl gegen steigende als auch gegen fallende Zinsen, der Schaffung hoher Transparenz über die Risiken und einer auf das Kollektiv angepassten und damit effizienten Absicherung, lohnt es sich jedoch, die Praktikabilität der Modelle weiter zu analysieren.

Fußnoten

¹⁾ Hans Laux, Der neue „Fonds zur bauspartech-nischen Absicherung“, Blätter der DGVM Band XX, S. 183, 1992

²⁾ BaFin Rundschreiben 26.1.2005, „Anwendung des § 4 BSpKG auf derivative Sicherungsgeschäfte“

³⁾ Dotierungen: § 8 BSpKV; Entnahmen: § 6 BSpKG, § 9 BSpKV

⁴⁾ Beispielsweise führt die Zweckbindung des Bauspardarlehens dazu, dass aufgrund eines fehlenden Verwendungsobjekts Kunden dieses teilweise nicht in Anspruch nehmen, auch wenn die Marktzinsen deutlich über den Bauspardarlehenszinsen liegen. ■