

Drei Jahre EZB-Wertpapierankäufe

Folgen für die Anleihemärkte

100 Jahre
Bundesverband
Öffentlicher Banken
Deutschlands

Kernaussagen

- Wirkung von Quantitative Easing (QE) auf makroökonomischer Dimension (Zinssätze, geldpolitischer Transmissionsprozess bis hin zu Konjunktur und Inflation) ist durchaus erfolgreich.
- Durch Anleihekaufprogramme konnten die gewünschten Markimpulse bei Zinsen, Kreditvergabe, konjunktureller Entwicklung und Inflation gesetzt werden.
- Es besteht die Gefahr von Fehlallokationen (Zombi-Unternehmen).
- Mikroökonomische Wirkungen auf Kredit- oder Wertpapiermärkte sowie strukturkonservierende Wirkungen in realwirtschaftlichen Sektoren sind mit Nebenwirkungen verbunden, wenn Ressourcen-Allokationsmechanismen durch das Eingreifen der Zentralbank verändert werden.
 - Bauwirtschaft, Schiffs- und Stahlindustrie
 - Verminderte Anreize für Reformen und Fortsetzung von hoher Verschuldung der Staaten
 - Mögliche neue Überschuldungen im Unternehmenssektor
 - Tendenziell geringeres Wachstum durch fehlende Disruption
- Dominanz der Notenbank auf den Märkten setzt Marktfunktionen außer Kraft.
- Schwächung der Finanzintermediäre zugunsten der Kapitalmarktfinanzierung könnte den für Europa wichtigen Sektor der kleinen und mittelständischen Unternehmen schwächen.
- QE wird durch Crowding Out der Altersvorsorgeeinrichtungen bei bestimmten Asset-Klassen und gleichzeitiger Renditeabsenkung des restlichen Portfolios verschärft und führt zu Sinken der Rentenniveaus.
- Dauerhaft höhere Notenbankbilanz ist zu erwarten:
 - Staatsanleihen erfahren begrenzten Anstieg der Renditen
 - Covered Bonds werden durch wiederkehrende Investoren gestützt
 - Corporate Bonds mit zunehmend schwachen Bonitäten
 - Aufgrund des geringen Umfangs des Kaufprogramms wohl geringste Auswirkungen auf ABS-Markt

1 Vorwort



Notenbankpolitik fand seit der Finanzkrise nur noch im Ausnahmezustand statt. Das gilt in doppelter Hinsicht: sowohl in Bezug auf das Ziel der Stabilisierung eines Finanzsystems, das unter dem Hochpunkt eines enormen Kreditzyklus ächzte, als auch mit Blick auf die Instrumente, die in Gestalt von Negativzinsen und enormen Markteingriffen historisch beispiellos sind und manchem Beobachter „exorbitant“ erscheinen.

Doch haben die Notenbanken uns mit ihrer Ausnahmepolitik vor einer gewaltigen Depression bewahrt? Oder haben sie uns im Gegenteil großen Gefahren ausgesetzt? Oder ist es sogar völlig gleichgültig, was die Notenbanken da treiben? Diese Fragen werden in den kommenden Jahren von der Wirtschaftswissenschaft, der Politik und am Ende von den Wirtschaftsteilnehmern selbst, den privaten Haushalten und den Unternehmen, beantwortet werden können. Die vorliegende Studie will bereits heute einen Beitrag zur Beantwortung dieser Fragen leisten.

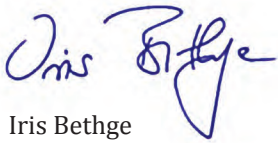
Im Folgenden werfen wir daher einen (kritischen) Blick auf die Anleihekaufprogramme der Notenbanken – und hier insbesondere der Europäischen Zentralbank (EZB). Die EZB besitzt mittlerweile in einigen Segmenten substantielle Anteile an den Gesamtbeständen der europäischen Anleihemärkte. Es gibt Anzeichen, dass private Investoren aus diesen Märkten verdrängt wurden. Während die Marktanteile der EZB je nach betrachtetem Segment noch sehr unterschiedlich ausfallen, ist die EZB bei den laufenden Umsätzen nach der Erfahrung von Marktteilnehmern in fast allen Bereichen des europäischen Anleihemarktes dominierend – bis hin zum Phänomen der ausgetrockneten Märkte.

Diese Publikation soll dazu dienen, einige Beobachtungen und Thesen rund um die Auswirkungen der Notenbank zur Diskussion zu stellen. So wurden einige der makroökonomischen Ziele der Geldpolitik des sogenannten „Quantitative Easing“ (QE) durchaus erreicht. Aber es gibt auch Bedenken gegenüber einer Reihe von schädlichen Nebenwirkungen dieser Programme. So sind die Koordinierungsfunktionen der Märkte unter Druck geraten. Preise liefern keine verlässlichen Informationen mehr über Kreditqualitäten und Investitionsmöglichkeiten. Mit der Fungibilität ist eine weitere wichtige Funktion von Anleihen gefährdet. Zudem lassen sich höhere Risiken in den Portfolios von Anlegern identifizieren. Dies ist eine direkte Folge und auch der Zweck von QE-Programmen, könnte allerdings den Grundstein für die nächste Krise legen, wenn diese Risiken mittel- bis langfristig nicht wieder abgebaut werden.

An der vorliegenden Studie haben führende Ökonomen der Mitgliedsbanken des Bundesverbands Öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB, mitgewirkt. Naturgemäß spiegelt der Inhalt nicht immer an allen Stellen die Meinung aller Vertreter im Beirat für Wirtschaftsfragen des VÖB wider. Durch ihre Expertise konnten aber unterschiedliche Facetten der Geldpolitik auch aus einer praktischen Perspektive beleuchtet werden. Insgesamt geht es nicht um eine „Verteufelung“ der in der Theorie zwar bekannten, aber in der Notenbankpraxis neuen Instrumente der Geldpolitik. Vielmehr soll die Analyse einer wohlüberlegten Abwägung zwischen positiven und negativen Effekten dienen:

So vermuten wir mit Blick auf unsere Studienergebnisse, dass die positiven Effekte bislang die Geldpolitik und den Einsatz der entsprechenden Finanzinstrumente rechtfertigen konnten. Doch die Waagschale scheint sich immer stärker hin zu den negativen Auswirkungen zu neigen. Deshalb soll die Studie für eine allmähliche Beendigung der Maßnahmen und damit für ein Auslaufen der Kaufprogramme sensibilisieren.

Wir wünschen Ihnen eine aufschlussreiche Lektüre.



Iris Bethge

Hauptgeschäftsführerin
Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB



Dr. Ulrich Kater

Vorsitzender des VÖB- Beirates für Wirtschaftsfragen und
Chefvolkswirt der DekaBank

Inhalt

1	Vorwort	6
2	Theoretische Einordnung von Quantitative Easing	8
	2.1 Einführung	8
	2.2 Historische Rechtfertigung	8
	2.2.1 Japan	8
	2.2.2 USA	9
	2.2.3 Großbritannien	9
	2.2.4 Eurozone	9
	2.3 Annahmen zur Wirkung von QE	9
	2.4 Wirkungskanäle	11
	2.4.1 Zinskanal	11
	2.4.2 Bilanzkanal/Portfolioneugewichtungskanal	11
	2.4.3 Signalisierungskanal	11
	2.5 Empirische Studien zur Wirkung	11
	2.6 Zusammenspiel von Negativzinsen und QE	13
	2.7 Schlussfolgerung	13
3	Kaufprogramm der EZB	15
	3.1 Anleihekaufprogramme der Europäischen Zentralbank	15
	3.1.1 CSPP	16
	3.1.2 ABSPP	16
	3.2 Entwicklung der EZB-Bilanz	17
	3.3 Ziele des APP	18
	3.4 Vergleiche zu anderen Notenbanken	19
	3.4.1 Federal Reserve	19
	3.4.2 Bank of England	19
	3.4.3 Bank of Japan	19

4	Darstellung der relevanten Marktsegmente	21
4.1	Umfang des Marktes für Staatsanleihen	21
4.2	Anlegerstruktur am Staatsanleihemarkt	22
4.3	Markt für Covered Bonds	25
4.4	Unternehmensanleihen	30
4.5	Asset Backed Securities	33
5	Expansive Geldpolitik durch quantitative Methoden: mögliche Folgen der Marktaustrocknung	37
5.1	Allokation: mikroökonomische Risiken	37
5.2	Funding und Verschuldungsentwicklung: makroökonomische Risiken	39
5.3	Crowding Out und sichere Assets	40
5.4	Fazit	41
6	Ausblick: QE-Exit	43
6.1	Starke Argumente für eine dauerhaft höhere Bilanzsumme der EZB	43
6.2	Passivseite: Zielvolumen der EZB-Bilanz von 2.500 Milliarden Euro realistisch	43
6.3	Aktivseite: QE-Portfolio dürfte nur zu etwa 60 Prozent wieder abgebaut werden	44
6.4	Öffentliche Anleihen bleiben dauerhaft in der EZB-Bilanz	44
6.5	Linearer Bilanzabbau von 20 Milliarden Euro pro Monat realistisch	45
6.6	Marktreaktion – öffentliche Anleihen: begrenzter Anstieg der Renditen und Risikoprämien	45
6.7	Covered Bonds: wiederkehrende Nachfrage privater Investoren verhindert starke Kursabschläge	47
6.8	Corporate Bonds: Risiko von Spread-Ausweitungen stellt Bilanzabbau in Frage	47
6.9	ABS: kein Angebotsschock bei Verbriefungen	49
	Beirat für Wirtschaftsfragen des Bundesverbandes Öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB	50

2 Theoretische Einordnung von Quantitative Easing

2.1 Einführung

Die Politik des Quantitative Easing (bzw. der mengenmäßigen Ausweitung des Geldangebots, kurz: QE) hat eine lange Geschichte. Als geistiger Vater dieser Geldpolitik zur Krisenbewältigung gilt Milton Friedman, der die passive Rolle der US-Notenbank Fed für das ökonomische Desaster der großen Depression in den 1930er Jahren verantwortlich machte. Lange Zeit war diese Idee für viele Forscher zwar theoretisch interessant, sie wurde aber aufgrund des stetigen Aufschwungs der Weltwirtschaft und der Erfolge der Notenbanken bei der Inflationsbekämpfung eher als historisches Artefakt denn als realistische Politikoption gesehen. Dies änderte sich mit der Japankrise, in der die Bank of Japan (BoJ) als erste große Notenbank mit QE experimentierte. Als die Finanz- und Wirtschaftskrise von 2008 bis 2009 mit voller Wucht auch bei den Industrienationen einschlug, wurde QE weltweit für die Zentralbanken zur geldpolitischen Normalität.

Um diese historischen Zusammenhänge geht es im ersten Abschnitt dieses Kapitels. Die Wirkung von QE ist theoretisch umstritten. Es lassen sich jedoch etliche Erklärungsansätze finden, wie sich die von den Zentralbanken durchgeführten Anleihekäufe auf die Realwirtschaft auswirken können (zweiter Teil). Im dritten Teil des Kapitels werden empirische Analysen vorgestellt, die sich mit möglichen Auswirkungen von QE-Programmen auf das Zinsniveau und die Realwirtschaft beschäftigen. Die meisten Studien kommen zu dem Ergebnis, dass die QE-Programme sowohl auf die Finanzmärkte als auch auf die Realwirtschaft grundsätzlich ihre gewünschte Wirkung entfaltet haben.

2.2 Historische Rechtfertigung

„The contraction is in fact a tragic testimonial to the importance of monetary forces“, schrieben Milton Friedman und Anna Schwartz in ihrem Werk *Monetary History of the United States* in Bezug auf die große Depression der 1930er Jahre. Für die Erfinder des Monetarismus ist klar, dass die „ungeschickte“ Geldpolitik der damaligen Fed die Hauptschuld an der Schwere der großen Depression trägt. Denn in dieser schweren Krise wurden nach den ersten Bankenzusammenbrüchen nicht Zinssenkungen, sondern im Gegenteil drastische Zinsanhebungen in die Wege geleitet. Die Geldbasis schrumpfte. Friedman schlägt als alternatives historisches Szenario statt der Zinsanhebungspolitik eine quantitative Lockerung – um 1 Milliarde US-Dollar – vor.¹ Er war überzeugt, dass mit einer solchen Politik die Krise nicht ansatzweise so fatal verlaufen wäre. Ein großer Teil des Rückgangs der ökonomischen Aktivität, der Deflation, der Massenarbeitslosigkeit und des damit einhergehenden Elends hätte vermieden werden können.

Dass die Idee von groß angelegten Ankäufen von Vermögenswerten durch die Zentralbank im Zuge der Finanzkrise wieder populär wurde, ist kein Zufall. Denn die „große Rezession“ von 2008 bis 2009 war in ihren finanzmarktbasiereten Ursachen und ihren Auswirkungen auf die ökonomische Aktivität das erste globale Ereignis nach dem Zweiten Weltkrieg, das deutliche Parallelen zur großen Depression der 1930er Jahre aufwies.

2.2.1 Japan

Japan war das erste Land, das nach der großen Depression eine vergleichbare Situation durchlebte. Nach einem enormen Anstieg der Vermögenspreise – begünstigt durch ein forciert hohes Niveau der Kreditvergabe in den 1980er Jahren – platzte die „japanische Blase“ nach Zinsanhebungen der BoJ Anfang der 90er Jahre. Die damalige Policy-Rate erreichte nach drastischen Senkungen 1995 die Marke von 0,5 Prozent. 1999 lag die ökonomische Aktivität immer noch um mehr als 4 Prozent unter dem Produktionspotenzial und eine bis heute nicht ganz überwundene deflationäre Phase begann. In diesem Jahr empfahl der damalige Princeton-Professor und spätere Fed-Präsident Ben Bernanke der BoJ unter anderem ein Programm groß angelegter Ankäufe von ausländischen und nationalen Vermögenswerten.

1) “The purchase of \$920 million additional government securities [...] would have been to meet the drain of currency that actually occurred and at the same time to increase bank reserves by \$800 million. With such a sizable increase in reserves [...] the bond market would accordingly have been far stronger, bank failures would have been notably fewer, and hence the runs on banks milder it at all appreciable” (Friedman und Schwartz, 1963, p. 394).

Etwa ein Jahr später war die Nullzinsgrenze erreicht und die BoJ lancierte ihr erstes QE-Programm. Die Bilanz wurde innerhalb von fünf Jahren um etwa 50 Prozent verlängert, was nach heutigen Maßstäben eher unbedenklich erscheint. Der aktuelle geldpolitische Kurs der BoJ ist wesentlich aggressiver: Betrug die Bilanzsumme der BoJ im Jahr 2008 gerade einmal 20 Prozent des Bruttoinlandsprodukts, zielt das Programm derzeit darauf ab, den Anteil 2018 auf etwa 120 Prozent des Bruttoinlandsprodukts zu steigern.

2.2.2 USA

Die US-Notenbank Fed senkte im Zuge der Bankenkrise des Jahres 2008 den Leitzins massiv und erreichte Ende 2008 die Nullzinsgrenze. Nachdem im Dezember 2008 bereits Mortgage-Backed-Securities in einem begrenzten Umfang angekauft wurden, wurde im März 2009 die erste gezielte Vergrößerung der Fed-Bilanz mit Hilfe des Kaufs von Treasuries initiiert. Später folgten die Programme QE2 und QE3.

Das Volumen dieser beiden auf die Renditen der Staatsanleihen und Hypothekenverbriefungen gerichteten Programme stieg bis heute auf 4,2 Billionen US-Dollar. Dies entspricht rund 22 Prozent des US-amerikanischen Bruttoinlandsprodukts.

2.2.3 Großbritannien

Auch die Bank of England startete im Jahr 2009 ein QE-Programm. Ähnlich wie in den USA zielte die frühe Auflage des Programms darauf ab, die akute Panik während der Finanzkrise zu mildern. Insgesamt hat die Bank of England bis heute langlaufende britische Staatsanleihen im Wert von 434 Milliarden Pfund gekauft, was etwa 16 Prozent des britischen Bruttoinlandsprodukts entspricht.

2.2.4 Eurozone

In der Eurozone herrschte bis weit ins Jahr 2008 die Ansicht vor, die Finanzkrise sei weitgehend auf die USA beschränkt, da ihre Wurzel dort zu finden sei, nämlich im Immobiliensektor, der sich durch staatliche Interventionen zur Spekulationsblase entwickelt hatte.

Zwar reagierte man ab Spätsommer 2007 auf die zunehmenden Spannungen am Geldmarkt, hob allerdings noch im Sommer 2008 den Leitzins um 25 Basispunkte von 4 Prozent auf 4,25 Prozent an. Dieser Kurs wurde wenige Monate später korrigiert. Die niedrigen Zinsen wurden durch diverse unkonventionelle Maßnahmen begleitet, die dem damaligen Standard-Instrumentarium der EZB deutlich ähnlicher als QE waren. Der tatsächliche Einstieg in eine Politik der quantitativen Lockerung erfolgte in der Eurozone erst im Jahr 2015 – und damit sechs Jahre später als in den USA – mit dem Staatsanleihen-Kaufprogramm (PSPP).

2.3 Annahmen zur Wirkung von QE

Warum man sich im Zuge der Finanzkrise immer stärker für unkonventionelle Maßnahmen interessiert hat, zeigt der zeitliche Ablauf folgender Werte: Im August 2007 lag die Fed-Funds-Rate, die Policy-Rate der US-Notenbank, bei 5,25 Prozent. Im Dezember 2008 lag sie bei 0 bis 0,25 Prozent. Im selben Zeitraum war die US-Inflationsrate von 2,3 Prozent auf 0,1 Prozent gefallen und die Arbeitslosenquote war von knapp 4 Prozent bereits auf knapp 7 Prozent angestiegen. In den folgenden Monaten sollten die Preise bis in eine Deflation von –1 Prozent rutschen und die Arbeitslosenquote sollte auf über 9 Prozent ansteigen. Normalerweise gehen Ökonomen davon aus, dass die Fed ihre Ziele (maximale Beschäftigung und Preisstabilität) über Veränderungen der Policy-Rate zu erreichen versucht. In diesem Fall hatte sie ihr „Pulver“ aber bereits nach wenigen Monaten „verschossen“. Auf einmal war der „Zero-Lower-Bound (ZLB)“, die Nullzinsgrenze, erreicht, bevor man am Tiefpunkt der Rezession angelangt war. Damals hielten die meisten Ökonomen das Erreichen der Nullzinsgrenze noch für einen für die Praxis nicht relevanten theoretischen Grenzfall.

In normalen Zeiten funktioniert Geldpolitik so, dass die Zentralbank einen Zinssatz für kurzfristige Geldmarktgeschäfte festlegt bzw. ankündigt, diesen Zinssatz auf dem Geldmarkt anzustreben. Da Renditen langfristiger Wertpapiere als immer wieder aufgelegte kurzfristige Wertpapiere (+ Term Premium) gesehen werden können, gleichen sie sich an die Renditen kurzfristiger Papiere an. Durch die Zinsveränderungen passen Konsumenten und Unternehmen ihre Konsum- und Investitionsentscheidungen entsprechend an. Wenn die Nullzinsgrenze erreicht ist, greift dieser Mechanismus jedoch nicht mehr. Die Zentralbanken versuchten daher, mit verschiedenen innovativen Maßnahmen die langfristigen Zinsen ebenfalls zu beeinflussen: die EZB mit langfristigen Kreditoperationen („Dicke Berta“), die die normale Dauer der Zentralbankkreditvergabe um ein Vielfaches überstiegen, mit der Forward Guidance, also langfristig vorweggenommenen Statements zur geldpolitischen Ausrichtung, oder mit Anpassungen des Einlagenzinssatzes (im Falle der EZB auf bis zu -0,4 Prozent), um die Liquiditätshortung zu erschweren und die Kreditvergabe anzukurbeln. Das am weitesten verbreitete – und wohl auch am kontroversesten diskutierte – Mittel von Geldpolitik an der Nullzinsgrenze ist das Quantitative Easing (QE), also der Ankauf von Vermögenstiteln auf dem Sekundärmarkt und (bei Nicht-Staatsanleihen) am Primärmarkt.

Wirkungsmechanismus

Der angenommene Wirkungsmechanismus basiert auf einer Verhaltensänderung des Besitzers von Vermögenstiteln aufgrund neuer Anreize bzw. Regeln. Greift die Zentralbank durch den Kauf einer Anlage, die Teil des Portfolios ist, in die Portfoliostruktur des Investors ein, muss der Investor tätig werden, um die gewünschte Struktur wiederherzustellen (Portfolio-Rebalancing), mit der Folge, dass risikoreichere Titel ins Portfolio aufgenommen werden müssen. Steigende Kurse und sinkende Renditen von Vermögenstiteln, zum Beispiel von Staats- und Unternehmensanleihen, führen zu einer allgemeinen Verbesserung der Finanzierungsbedingungen – ähnlich wie bei konventionellen Zinssenkungen am kurzen Ende des Marktes – und damit zu einer Ausweitung der Kreditvergabe sowie zu einem Vermögenseffekt aufgrund der steigenden Wertpapierkurse.

QE kann aber auch – vor allem in Zeiten finanziellen Stresses – über den Banken-Kanal direkt wirken. Angeslagene Banken haben oft eine Diskrepanz zwischen langfristigen Forderungen und kurzfristigen Verbindlichkeiten oder illiquiden Forderungen und liquiden Verbindlichkeiten. Wenn die Zentralbank langfristige (wie im PSP-Programm) oder illiquide (wie im ABS-Programm) Vermögenstitel aufkauft, entspannt sich die Liquiditäts- und die allgemeine Kreditvergabesituation. Die beiden Wirkungskanäle sind in dem unteren Schaubild dargestellt.

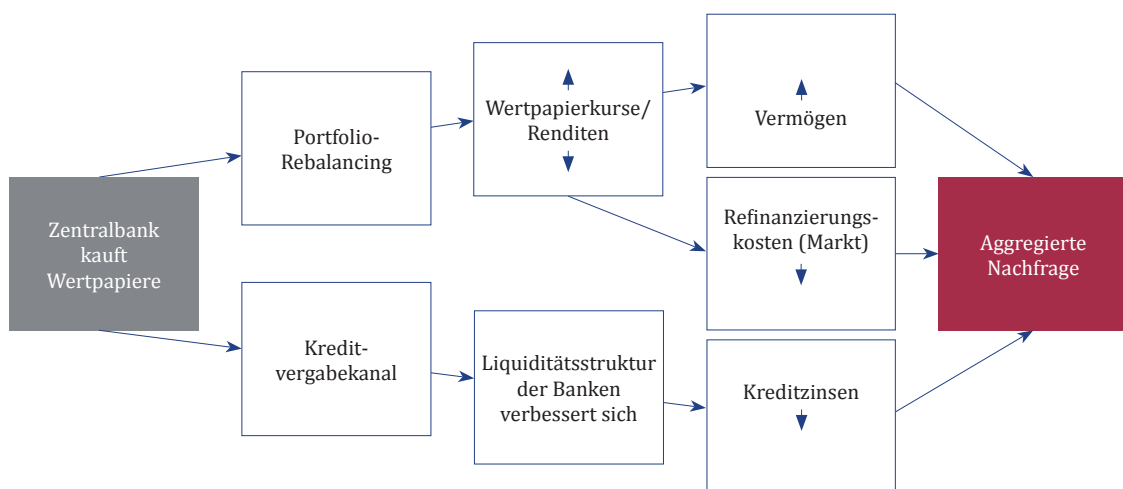


Abbildung 1: Wirkungsmechanismus im Fall eines Kaufs von Wertpapieren durch die Zentralbank

Quelle: eigene Darstellung

2.4 Wirkungskanäle

2.4.1 Zinskanal

Der Zinskanal beschreibt die direkte Wirkung, wenn als geldpolitische Maßnahme Zentralbankzinsen gesenkt (oder erhöht) werden und diese Entwicklung durch Kreditinstitute an die Märkte weitergegeben wird. Durch das Absenken der Refinanzierungskosten für Kreditinstitute können diese die verringerten Kosten an ihre Kunden weitergeben. Dieser Kanal ist in Bezug auf die TLTROs (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) besonders relevant, jedoch auch für das Asset Purchase Programme (APP) der EZB. Durch den massiven Ankauf von Covered Bonds und besicherten Kreditpaketen (Asset Backed Securities, ABS) durch die Zentralbank steigt der Preis dieser Verbriefungen. Banken haben durch die verstärkte Möglichkeit der Verbriefung einen höheren Anreiz, Kredite auszugeben, so dass unter sonst gleichen Bedingungen die Bankenzinssätze sinken.

2.4.2 Bilanzkanal/Portfolioneugewichtungskanal

Der im Englischen als „portfolio rebalancing canal“ bezeichnete Bilanz- oder Portfolioneugewichtungskanal bezieht sich explizit auf das Ankaufprogramm der EZB. Die ersten theoretischen Überlegungen dazu gehen bereits auf die 1960er Jahre und den Ökonomen James Tobin² zurück. Dieser Kanal ist häufig empirisch, insbesondere auch für die Programme der EZB, der Fed und der BoE, untersucht und bestätigt worden.³ Die Portfolioneugewichtung ergibt sich wie folgt: Da Verkäufer von Assets im Gegenzug Zentralbankliquidität erhalten, diese jedoch nicht als perfektes Substitut für die vorherigen Assets angesehen werden kann, wird in andere Vermögenswerte investiert. Somit wird das Verkäuferportfolio neu gewichtet. Eine Kette solcher Neukäufe führt zu einem Ansteigen der Asset-Preise. Aufgrund der niedrigeren Renditen dehnen Kreditinstitute ihre Kreditvergabe – auf der Suche nach höheren Renditen – aus.

2.4.3 Signalisierungskanal

Als Signalisierungskanal wird medial und auch in der EZB-Kommunikation selbst explizit die sogenannte „Forward Guidance“ als Steuerungsmechanismus verstanden. Die Bundesbank übersetzt den Fachbegriff als „zukunftsgerichtete Hinweise“ oder „Orientierung über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik“. Das Ankaufprogramm unterstützt die Forward Guidance insofern, als sie die Aussage für Marktteilnehmer glaubhafter werden lässt. Dies wirkt auf zwei Ebenen: Einerseits hält die Selbstverpflichtung zum Ankauf langfristiger Anleihen und die damit verbundene hohe Liquiditätsausweitung die Zinserwartungen niedrig. Daneben ist durch den massiven Ankauf auch die Zentralbank einem Zinsänderungsrisiko ausgesetzt. Eine kurzfristige Änderung der Zinssätze würde also auch für die EZB Verluste bedeuten. Neben der Forward Guidance sind auch die jeweiligen Ankündigungen von Politikmaßnahmen im Signalisierungskanal relevant. Daher ist häufig die Ankündigung eines Ankaufprogramms oder dessen Änderung wichtiger für das Marktgeschehen als der Termin der eigentlichen Implementierung.

2.5 Empirische Studien zur Wirkung

Empirische Studien sind vor allem an zwei nur bedingt voneinander unabhängigen Forschungsfragen interessiert, die sich jeweils auf verschiedene Pfade des in Abbildung 1 dargestellten Wirkungsmechanismus beziehen: erstens die Frage, wie groß der Einfluss des Ankaufs einer bestimmten Summe an Anleihen durch die Zentralbank auf die

2) Vgl. Tobin, J., Money, Capital & Other Stores of Value, *American Economic Review, Papers and Proceedings of the Seventy-Third Annual Meeting of the American Economic Association*, Vol. 51, No. 2, 1961, pp. 26–37; Friedman, M. & Schwartz, A. J., Money and Business Cycles, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 45, No. 1, 1963, pp. 32–64; Brunner, K. & Meltzer, A. H., Mr. Hicks and the Monetarists, *Economica*, Vol. 40, No. 157, 1973, pp. 44–59; and Vayanos, D. & Vila, J.-L., A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates, NBER Working Paper Series No. 15487, 2009.

3) Für empirische Untersuchungen zur Eurozone vgl. Altavilla C., Carboni G. & Motto, R., Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area, Working Paper Series, ECB, forthcoming. Für das Vereinigte Königreich vgl. Joyce, M., Lasaosa, A., Stevens, I. & Tong, M., The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom, *International Journal of Central Banking*, Vol. 7, No. 3, 2011, pp. 113–61. Für die USA vgl. Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J. & Sack, B., The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases, *International Journal of Central Banking*, Vol. 7, No. 1, 2011, pp. 3–43. Vgl. hierzu auch D'Amico, S., English, W., López-Salido, J.D. & Nelson, E., The Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchase Programs: Rationale and Effects, *Economic Journal*, Vol. 122, 2012, pp. 415–46.

Renditen ist, sowie zweitens die Frage, wie groß der Einfluss einer Veränderung der Renditen auf makroökonomische Aggregate ist. Abbildung 2 stellt Ergebnisse verschiedener Studien zur Wirkung von QE zusammenfassend dar.



USA	Großbritannien	Japan	Eurozone
42-91 Basispunkte, sieben Studien	78 Basispunkte, eine Studie	17 Basispunkte, eine Studie	41-132 Basispunkte, drei Studien

Abbildung 2: Schätzung des negativen Effektes von Anleiheankäufen auf die zehnjährigen Renditen, normiert auf Anleiheankäufe im Volumen von 10 Prozent des BIP, Event-Studien⁴

Quellen: PIIE Policy-Brief (Number PB 16 – 4) und Unconventional Monetary Policies – Recent Experience And Prospects* IMF Staff report

Die Analysen der Effekte von QE-Ankäufen beziehen sich auf Studien, die den unmittelbar an der Marktreaktion ablesbaren Effekt der jeweiligen Zentralbankankündigung analysieren (Event Studies). Die Studien kommen zu dem gemeinsamen Ergebnis, dass ein Ankauf von Wertpapieren im Volumen von 10 Prozent des BIP einen eindeutig negativen Effekt auf die entsprechenden Anleiherenditen hat.⁵ Dieses Ergebnis widerspricht der theoretisch gerechtfertigten Idee, dass Anleiherenditen nicht auf von der Zentralbank getätigte Wertpapier-Ankäufe reagieren. Das Ergebnis ist damit auch ein starkes Indiz für erhebliche Friktionen in den jeweiligen Finanzmärkten, wie institutionelle Zwänge und Portfoliopräferenzen der Investoren.⁶

Studien, die den Einfluss von Langfristrenditen auf makroökonomische Aggregate analysieren, basieren ausschließlich auf zeitreihenökonometrischen Methoden⁷. Hier ist die Schwankungsbreite⁸ der Ergebnisse noch einmal höher, die Stoßrichtung ist aber ähnlich: Eine Senkung langfristiger Renditen um 100 Basispunkte hat einen signifikant positiven Einfluss auf das BIP-Wachstum sowie auf die Inflationsentwicklung.



	Effekt auf BIP	Effekt auf Inflation
USA		
Baumeister, Benati (2010)	2,4 Prozentpunkte über 3 Quartale	1,6 Prozentpunkte über 16 Quartale
IWF (2013)	3,1 Prozentpunkte über 2 Quartale	1,5 Prozentpunkte über 9 Quartale
Großbritannien		
Baumeister, Benati (2010)	2,4 Prozentpunkte über 4 Quartale	1,8 Prozentpunkte über 3 Quartale
IWF (2013)	3,7 Prozentpunkte über 2 Quartale	1,4 Prozentpunkte über 6 Quartale
Japan		
Baumeister, Benati (2010)	1,1 Prozentpunkte über 2 Quartale	0,8 Prozentpunkte über 2 Quartale
Eurozone		
Baumeister, Benati (2010)	1 Prozentpunkt über 1 Quartal	0,8 Prozentpunkte über 3 Quartale

Abbildung 3: Auswirkungen eines Rückgangs der zehnjährigen Staatsanleiherenditen um 100 Basispunkte auf BIP und Inflation⁹

Quellen: PIIE Policy Brief (Number PB 16 – 4) und Unconventional Monetary Policies – Recent Experience And Prospects* IMF Staff report

4) Vgl. Übersicht bei Gagnon, J., Quantitative Easing, an underappreciated success, Policy Brief, Peterson Institute for International Economics, p. 3.

5) Neben den Event-Studien wurden auch (wenige) Zeitreihenanalysen durchgeführt, die das Ergebnis der Event-Studien grundsätzlich bestätigen.

6) Vgl.: PIIE Policy Brief (Number PB 16 – 4) und Unconventional Monetary Policies – Recent Experience And Prospects* IMF Staff report.

7) Die Referenzgröße ist hierbei die im Zeitverlauf maximale Antwort der beiden Aggregate auf den Rendite-Impuls. Alle hier berücksichtigten Studien basieren auf den in strukturellen ökonometrischen Modellen standardmäßig verwendeten Impuls-Antwort-Funktionen. Die Größe des Impulses entspricht dabei einem Renditerückgang um 10 Basispunkte. Die Impuls-Antwort-Funktion basiert auf geschätzten Parametern und gibt die Antwort der anderen Variablen im Zeitverlauf an. Die abgebildeten Zahlen beziehen sich jeweils auf die im Zeitverlauf maximal erreichte Impuls-Antwort. Es handelt sich dabei um den Einfluss auf die Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten.

8) Eine deutliche Einschränkung muss bei der Interpretation der Ergebnisse gemacht werden. Während die Ergebnisse zu den Effekten auf die Renditen für alle drei Währungsräume auf einer hohen Anzahl an Studien basieren, ist die Anzahl der vergleichbaren Arbeiten beim Einfluss der Renditen auf die makroökonomischen Aggregate geringer.

9) Vgl. Übersicht in IWF (2013), Unconventional monetary policies – recent experience and prospects.

Für die Eurozone ist zudem eine Studie¹⁰ erstellt worden, die sich konkret auf das Anfang 2015 gestartete Anleihekaufprogramm bezieht und (mit einem methodisch anderen Ansatz) grundsätzlich zu dem gleichen Ergebnis wie die anderen Studien kommt. Konkret zeigt sich hier, dass der positive Effekt auf das BIP im ersten Quartal 2015 0,18 Prozentpunkte ausmachte und im vierten Quartal noch in einer ähnlichen Größenordnung lag. Im ersten Quartal 2016 hat der Effekt aber praktisch seine Wirkung verloren. Bei der Inflation war die Wirkung mit 0,06 Prozentpunkten im ersten Quartal schwach ausgeprägt. Im ersten Quartal 2016 lag der positive Effekt gemäß dieser Studie aber deutlich höher, nämlich bei 0,36 Prozentpunkten.

Auffällig ist, dass es beim Ausmaß der Wirkung Unterschiede zwischen den verschiedenen Währungsräumen gibt. So scheinen die Effekte in den USA stärker auszufallen als in der Eurozone.

Die größten Unterschiede dürften sich aus den Differenzen der Finanzierungssysteme in den Währungsräumen ergeben: Während Unternehmen in den angelsächsischen Volkswirtschaften deutlich stärker auf kapitalmarktbasierete Finanzierungsformen setzen, verlassen sich kontinentaleuropäische Volkswirtschaften, die die Eurozone dominieren, vor allem auf bankbasierte Finanzierungsformen. Dies würde vor allem den Unterschied in der Wirkung von Senkungen von Anleiherenditen erklären, ließe den zweiten theoretischen Wirkungskanal, den Kreditvergabekanal, aber unberührt – sofern Kreditzinsen zumindest teilweise unabhängig von den Anleiherenditen bestimmt werden. In bankbasierten Volkswirtschaften wie der Eurozone dürfte dieser Kreditvergabekanal deutlich stärker ausgeprägt sein als jener Kanal, der über die Renditen wirkt. Gleichzeitig ist festzustellen, dass sich die Wirtschaftsdaten im Januar 2015, dem Startmonat für das QE-Programm der EZB, bereits deutlich aufgehellt hatten.

Insgesamt lassen die empirischen Forschungsarbeiten dennoch darauf schließen, dass die Zentralbanken mit der QE-Politik ihren Zielen näher kommen als ohne diese Maßnahmen. Eine Beurteilung von quantitativen Maßnahmen muss also vor allem das Verhältnis dieser positiven Ergebnisse zu den ebenso vorhandenen negativen Folgen berücksichtigen.

2.6 Zusammenspiel von Negativzinsen und QE

Neben der QE-Politik waren negative Zinssätze – vor allem beim Einlagenzinssatz – ein weiteres gängiges Mittel unkonventioneller Geldpolitik in den entwickelten Volkswirtschaften. Während der Leitzins (Fed Funds Rate, Hauptrefinanzierungssatz bei der EZB) bei den meisten Zentralbanken nicht unter null gesenkt werden konnte, wurde häufig auf den Zinssatz für die Einlagenfazilität – also den Zinssatz für Guthaben bei der Notenbank – zurückgegriffen. In Dänemark, Schweden und der Schweiz wurde dieser Zinssatz ebenfalls unter null gesenkt. Die EZB hat den Zinssatz für die Einlagenfazilität auf -0,4 Prozent (Stand: Januar 2017) gesenkt. Mit den Negativzinsen werden zwei Ziele angestrebt. Erstens sollen die Banken dazu angehalten werden, Kredite zu vergeben, und zweitens hat der nunmehr auch nominale Negativzins auch eine wichtige Signalfunktion zur Beeinflussung der Sparpräferenz. Weiterhin unterstreicht er die Forward Guidance: Erst müsste der Einlagenzins, der mehrmals gesenkt worden war, ohne den Leitzins zu verändern, angehoben werden, um dann mit einigen Monaten Verzögerung eine Anhebung des Tendersatzes folgen zu lassen. Anders gesagt: Negativzinsen signalisieren, dass die Notenbanker eigentlich ein noch niedrigeres Zinsniveau für angemessen halten. Gleichzeitig macht das QE-Programm deutlich, dass man zur Sicherung günstiger Finanzierungsbedingungen auch bereit ist, über die Standard-Zinspolitik hinauszugehen. QE und Negativzinsen stellen somit sicher, dass Marktteilnehmer Erhöhungen des Leitzinses zunächst als Mittel geldpolitischer Straffung ausschließen, da zunächst diese unorthodoxen Maßnahmen eingestellt werden müssen.

2.7 Schlussfolgerung

Die außergewöhnlichen Maßnahmen der Zentralbanken aus den vergangenen Jahren basieren auf einer zentralen historischen Erkenntnis: Wenn in einer Bankenkrise die Bereitstellung von Liquidität durch die Zentralbank nicht ge-

10) Gambetti, L. & Musso, A. (2017), *The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP)*.

währleistet ist, sind die Auswirkungen auf die Realwirtschaft desaströs. Dieser Fehler sollte in der scharfen Rezession von 2008 bis 2009 vermieden werden. Der Wirkungsmechanismus von Anleihekäufen am offenen Markt geht sogar über die reine Liquiditätsbereitstellung hinaus und ist theoretisch gut erklärbar: Über diverse Kanäle kann eine Erhöhung des Liquiditätsangebots die Realwirtschaft stützen bzw. stimulieren. Empirische Analysen deuten darauf hin, dass QE-Politik erfolgreich sein kann und es in der Krise auch tatsächlich war. Dabei unterscheidet sich die Wirkung von Fall zu Fall teilweise deutlich. In Zusammenhang mit anderen geldpolitischen Maßnahmen – zum Beispiel wie Negativzinsen – lassen sich in der Theorie Argumente für entgegengesetzte Effekte (Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen für Unternehmen) dieser Politik finden.

3 Kaufprogramm der EZB

3.1 Anleihekaufprogramme der Europäischen Zentralbank

Nach der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise, die mit dem Kollaps der Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 ihren endgültigen Ausbruch fand, reagierte die Europäische Zentralbank (EZB) zunächst mit Liquiditätsmaßnahmen sowie mehreren Zinssenkungen. Im Mai 2009 beschloss sie zudem das erste Programm zum Ankauf von gedeckten Anleihen. Aber erst im Jahr 2015 wurde auch in der Eurozone ein groß angelegtes QE-Programm aufgelegt. Im Folgenden werden die Bestandteile, die historische Entwicklung sowie die Umsetzung und die Ziele der geldpolitischen Maßnahmen der EZB skizziert.

Als Antwort auf die rezessive Wirtschaftsentwicklung in der Eurozone und die Gefahr deflationärer Tendenzen erweiterte die EZB ihren geldpolitischen Aktionsraum deutlich aus. Als Teil der „non-standard measures“ begann die EZB nach einer Ankündigung am 7. Mai 2009 im Juli des gleichen Jahres mit einem ersten Ankaufprogramm für gedeckte Anleihen. Dieses „Covered Bond Purchase Programme“ (CBPP) verfolgte den Zweck, den Banken die Refinanzierung zu erleichtern und den Märkten zusätzliche Liquidität bereitzustellen. Das CBPP sollte Druck aus dem Finanzsystem nehmen und helfen, die Kreditvergabe anzukurbeln. Die massiven Ankäufe am Primär- und Sekundärmarkt spiegelten sich in engeren Spreads der Covered Bonds gegenüber Staatsanleihen wider.

Dieses erste Covered Bond Purchase Programme (CBPP1) sah Ankäufe im Gesamtvolumen von 60 Milliarden Euro vor, das bis zum Ende des avisierten Ankaufzeitraums im Juni 2010 erreicht wurde. Anders als bei späteren Programmen erfolgten die Ankäufe im besagten Zeitraum diskretionär, also nach freiem Ermessen, da eine Regelbindung in Form eines detaillierten Zeitplans für die Ankäufe fehlte. Alle gekauften Anleihen werden von der EZB bis zur Endfälligkeit gehalten. Insgesamt wurden 422 unterschiedliche Anleihen gekauft, davon 27 Prozent am Primär- und 73 Prozent am Sekundärmarkt. Bis zum 30. Juni 2017 war der Bestand auf 7,64 Milliarden Euro abgeschmolzen.

Aufgrund der hohen Spannungen an den Wertpapiermärkten infolge der Krise Griechenlands hatte die EZB am 10. Mai 2010 ein Programm für die Wertpapiermärkte (Securities Markets Programme, SMP) beschlossen. Ziel des Programms war die Verbesserung der geldpolitischen Transmission, indem den beobachteten Störungen an den Wertpapiermärkten entgegengewirkt wurde. Als Instrument sah das SMP diskretionäre Interventionen an den Märkten für öffentliche und private Wertpapiere vor, um Markttiefe und Liquidität sicherzustellen. Das SMP sollte so die Übertragung der einheitlichen Geldpolitik des Eurosystems unterstützen. Auf den geldpolitischen Kurs hatte es jedoch keinen Einfluss, da mit den Ankäufen keine Ausweitung der Notenbankliquidität verfolgt werden sollte. Um dies sicherzustellen, wurden wöchentlich gezielte Geschäfte (Termineinlagen von Finanzinstituten bei der EZB) zur vollständigen Sterilisation der mit den Wertpapierkäufen verbundenen Zusatzliquidität durch das Eurosystem durchgeführt. Parallel zum Beschluss des OMT-Programms (Outright Monetary Transactions) am 6. September 2012 entschied der EZB-Rat, das SMP einzustellen. Im Juni 2014 wurden zudem die bis dahin weitergeführten liquiditätsabsorbierenden Geschäfte des Eurosystems eingestellt. Erst seitdem hat sich für den Restbestand von Anleihen, die unter dem SMP angekauft worden waren, eine liquiditätsausweitende Wirkung im Sinne einer quantitativen Lockerung (QE) eingestellt.

Ab November 2011 legte der EZB-Rat ein weiteres Ankaufprogramm (CBPP2) auf. Dieses Programm unterschied sich von seinem Vorgänger lediglich in dem intendierten Ankaufvolumen, das einen Maximalbetrag in Höhe von 40 Milliarden Euro vorsah. Bis zum vorzeitigen Ende des Programms im Oktober 2012 wurden jedoch lediglich Anleihen im Wert von 16,4 Milliarden Euro angekauft. Das Programm wurde am 31. Oktober 2012 formal beendet, da Investoren wieder hinreichend Vertrauen in das Marktsegment aufgebaut hatten und schon während der Programmlaufzeit wieder verstärkt Euro Covered Bonds nachfragten. Aufgrund dieser Marktberuhigung hielt die Notenbank eine weitere Marktintervention nicht mehr für nötig.

Mit Beginn des dritten Ankaufprogramms CBPP3 in der zweiten Oktoberhälfte 2014 läutete die Europäische Zentralbank dann das bis heute laufende, großvolumige erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten ein. Neben dem Ankauf von Covered Bonds (CBPP3) sowie von forderungsbesicherten Wertpapieren (Asset Backed Securities,

ABS) sah dieses echte QE ab Anfang 2015 auch und vor allem den Ankauf öffentlicher Anleihen (Public Sector purchase Programme, PSPP) und später von Unternehmensanleihen (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP) vor.

Das PSPP ist nach Volumen das umfangreichste der existierenden Programme. Die Ankäufe des Public Sector Programme machen 82,4 Prozent des gesamten Anleihekaufvolumens aus (Stand: 30. Juni 2017). Es werden nur Anleihen mit einer zum Kaufzeitpunkt bestehenden Restlaufzeit zwischen mindestens einem Jahr und unter 31 Jahren gekauft. Vom Beginn bis zum Jahresende 2016 waren Ankäufe von Anleihen mit einer Rendite unterhalb des jeweils aktuellen Einlagefazilitätensatzes (aktuell: -0,40 Prozent) nicht erlaubt. Mit Entscheidung vom Dezember 2016 und Bekanntmachung und Konkretisierung zum 19. Januar 2017 wurde diese Vorgabe deutlich gelockert. Die neue Regelung sieht vor, dass im PSPP je Jurisdiktion Papiere mit einer Rendite über dem Einlagesatz vorgezogen werden. Eine genaue Definition wurde nicht vorgenommen. Diese Sonderregelung gilt nur für Ankäufe im PSPP. Notwendig wurde eine Neuregelung, da aufgrund des niedrigen Zinsniveaus insbesondere bei deutschen Anleihen eine Situation drohte, dass Anleihen angesichts der vorgesehenen Ankaufmenge nicht für die gesamte Laufzeit in ausreichender Menge zur Verfügung stehen würden. Die jüngste Entwicklung der geschätzten mittleren gewogenen Restlaufzeit der monatlichen Ankäufe deutet sehr klar darauf hin, dass vor allem die Deutsche Bundesbank seitdem Anleihen mit kürzeren Restlaufzeiten deutlich über den Wert gewichtet.

3.1.1 CSPP

Das APP wurde mit Bekanntmachung vom 10. März 2016 um das Corporate Sector Purchase Programme erweitert. Zum Ankauf berechtigt sind in Euro denominierte Investment-Grade-Anleihen von Unternehmen, die ihren Sitz im Euro-Währungsgebiet haben. Die operative Umsetzung erfolgt durch die beteiligten nationalen Notenbanken (Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia und Suomen Pankki/Finlands Bank), die dies für das Eurosystem insgesamt und nicht auf eigenes Risiko durchführen.

Anleihen von Kreditinstituten und Unternehmen, deren Mutterkonzern Teil einer Bankgruppe ist, werden nicht gekauft. Anleihen, die in dem Programm gekauft werden, müssen mindestens ein CQS3-Rating¹¹ und zum Kaufzeitpunkt eine Restlaufzeit zwischen sechs Monaten und 30 Jahren aufweisen. Als Obergrenze je Internationaler Wertpapierkennnummer (ISIN) gelten 70 Prozent. Für Anleihen öffentlicher Unternehmen gelten die im PSPP festgehaltenen Regelungen. Die Ankäufe finden seit dem 8. Juni 2016 auf dem Primär- und Sekundärmarkt statt. Bis zum 30. Juni 2017 wurden Anleihen im Volumen von 96,62 Milliarden Euro angekauft. Die im Rahmen von PSPP und CSPP erworbenen Anleihen stellen die EZB und beteiligte Notenbanken für die Wertpapierleihe zur Verfügung.

3.1.2 ABSPP

Im Zuge der sich anschließenden Staatsschulden-Krise litten vor allem kleine und mittlere Unternehmen (KMU) der EU-Peripherie unter den Folgen einer Kreditklemme. Diese Erkenntnis in Verbindung mit der einwandfreien Performance europäischer Verbriefungen (ABS) während der Finanzkrise veranlasste schließlich die EZB schon im Mai 2013 zusammen mit anderen europäischen Institutionen, über eine Initiative zur Förderung eines funktionierenden Marktes für mit Unternehmenskrediten unterlegten Wertpapieren (KMU-Verbriefungen) zu beraten. Ein Ankauf von (KMU-)Verbriefungen kann zwei zusammenhängende Hemmnisse der Kreditvergabe lösen: Sie kann eine Refinanzierung der Banken gewährleisten und gleichzeitig eine (regulatorische) Eigenkapitalfreisetzung bewirken. In der Eigenkapitalfreisetzung liegt der große Unterschied von ABS zu anderen besicherten Refinanzierungsformen wie zum Beispiel Covered Bonds. Zwar hatte die EZB schon im Juni 2014 verkündet, die Vorbereitungsarbeiten für ein potenzielles, erstmaliges ABS-Ankaufprogramm (ABS Purchase Programme, ABSPP) zu intensivieren, jedoch hat sie erst am 4. September 2014 hierzu weitere Angaben gemacht. Entgegen ihren ersten Ankündigungen im Mai 2013 hat die EZB

¹¹ Die CQS3 (Kreditqualitätsstufe 3) entspricht aktuell einem ECAI-Rating (External Credit Assessment Institution) von mindestens BBB-/Baa3/BBB1.

dann ein deutlich breiteres ABS-Spektrum zum Ankauf zugelassen als lediglich KMU-Verbriefungen. Adressiert wurde vielmehr der gesamte „non-financial private sector“ in der Eurozone, der über Verbriefungen refinanziert wird. Erst am 2. Oktober 2014 wurden dann konkrete Details zu ankauffähigen ABS-Anleihen im Rahmen des ABSPP verkündet.

3.2 Entwicklung der EZB-Bilanz

Die neuen, unkonventionellen Maßnahmen der EZB haben zu einer deutlichen Ausweitung der EZB-Bilanz geführt. Vor allem das noch immer laufende Erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Expanded Asset Purchase Programme, EAPP) hat hieran einen erheblichen Anteil. Allein das Volumen der im Rahmen des EAPP erworbenen Wertpapiere kletterte im Laufe des Jahres 2017 über 2,0 Billionen Euro. Rechnet man die Altbestände (SMP sowie CBPP1 und 2) hinzu, so wurde diese Marke bereits zur Jahresmitte 2017 deutlich überschritten.

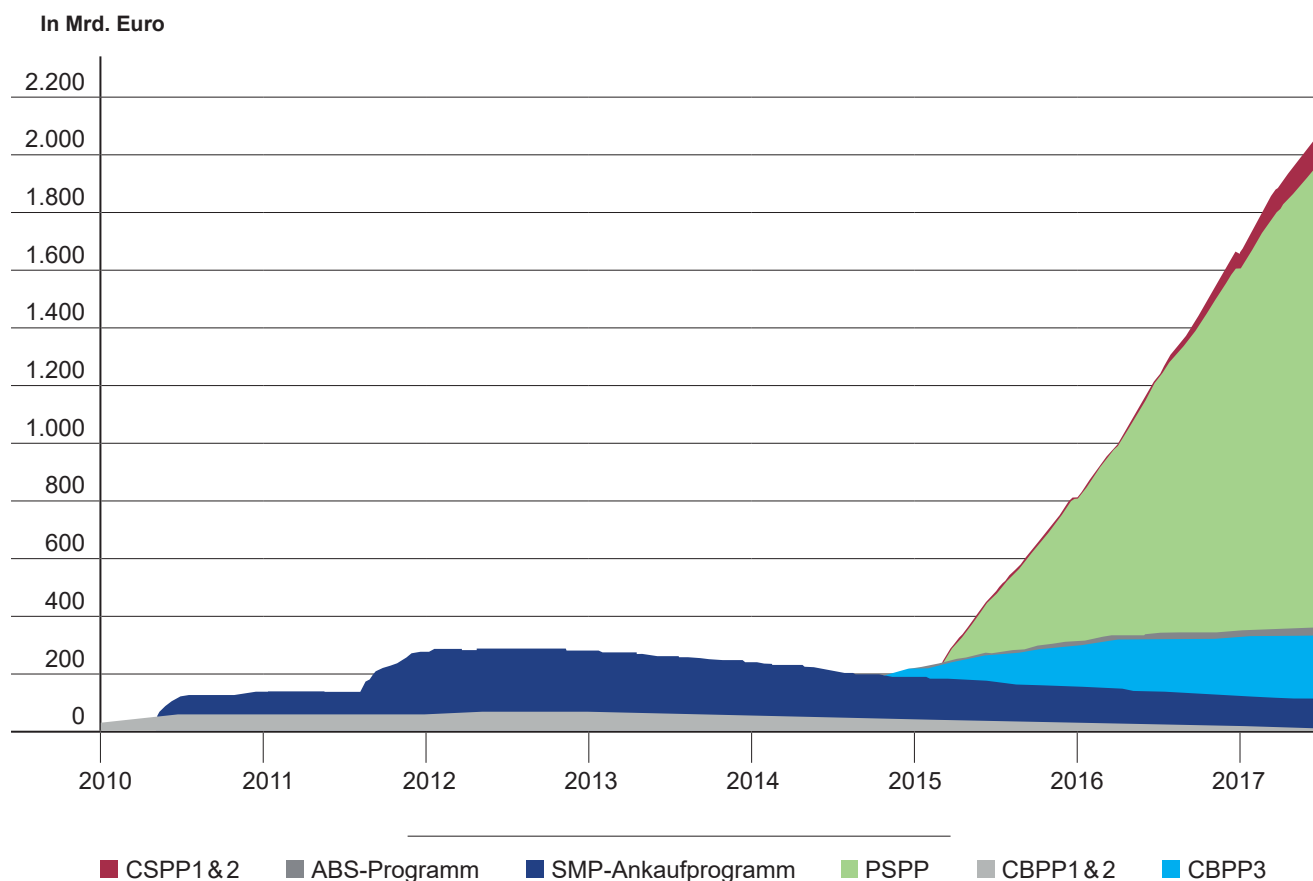


Abbildung 4: Entwicklung der EZB-Bilanz

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Economics

Dieser Effekt lässt sich eindeutig auch in der Entwicklung der Gesamtbilanz des Eurosystems ablesen, deren Bilanzsumme auf über 4 Billionen Euro angestiegen ist. Die Aktivseite wird inzwischen von dem Bilanzposten in Euro lautende Wertpapiere von Ansässigen des gemeinsamen Währungsraumes dominiert. Aber auch die hohe Inanspruchnahme des vierten TLTRO-II-Geschäftes (März 2017) schlägt sich nieder.

Auf der Passivseite spiegelt sich die Politik der EZB vor allem in einer starken Ausweitung der Überschussliquidität wider. Hieran hat auch der negative Einlagefazilitätensatz, der ökonomisch wie ein Strafzins auf das Halten monetärer Finanzinstitute von EZB-Liquidität wirkt, kaum etwas ändern können.

3.3 Ziele des APP

Mit dem erweiterten Ankaufprogramm für Vermögenswerte (APP) baut die EZB ihre geldpolitischen Maßnahmen aus, die so über die konventionelle Steuerung durch die Setzung ihrer Leitzinsen bzw. der bereitgestellten Liquidität hinausgehen. Dabei zielt das APP auf das von der Zentralbank vorgegebene Ziel der Preisniveaustabilität ab, das die EZB bei einer Inflationsrate auf mittlere Sicht bei unter, aber nahe 2,0 Prozent als erfüllt ansieht.

Notwendig wurden die „erweiterten Maßnahmen“, da die Zentralbank mit ihren konventionellen Mitteln, insbesondere nach der Absenkung des Hauptrefinanzierungssatzes auf 0,0 Prozent und des Einlagefazilitätensatzes in den negativen Bereich, ihren üblichen Handlungsspielraum weitgehend ausgereizt hatte (vgl. Abbildung 5).

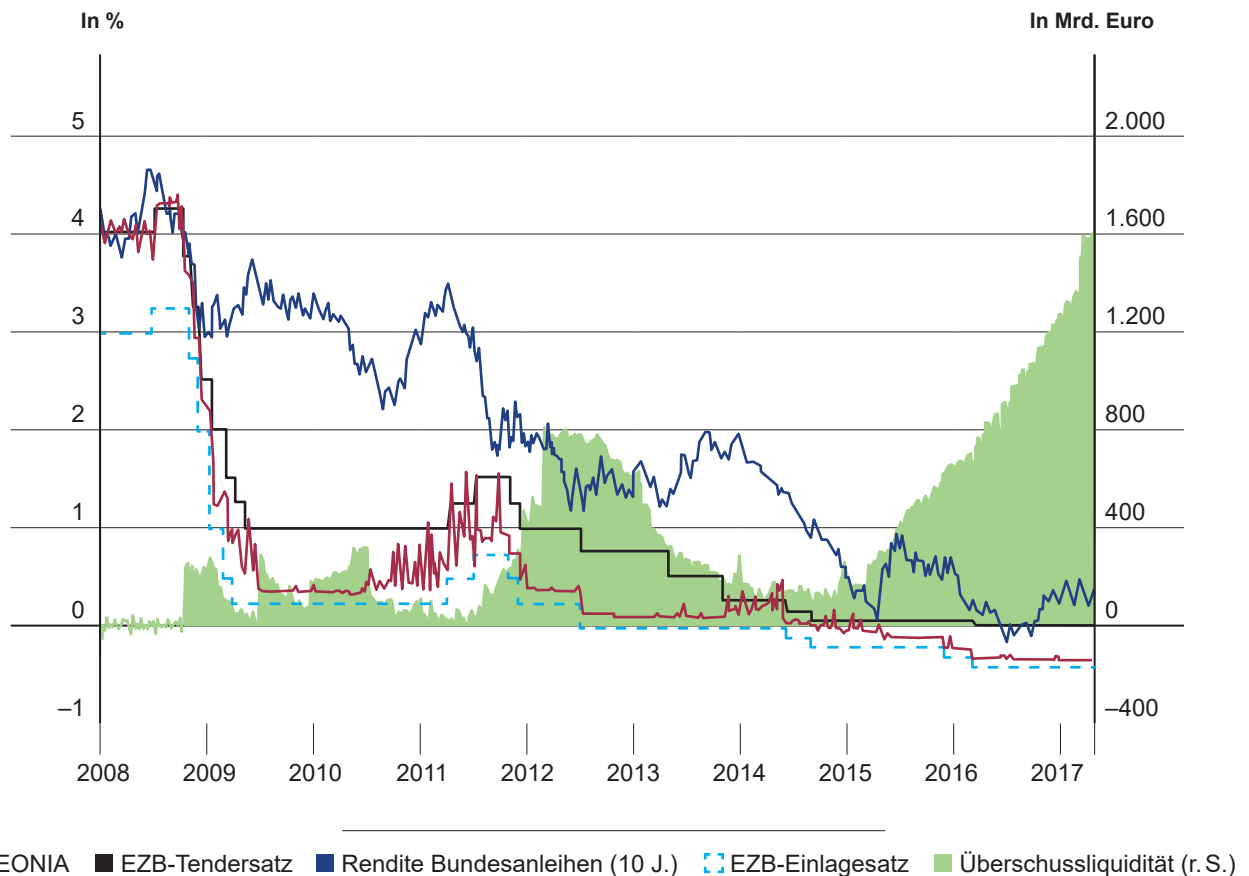


Abbildung 5: Überschussliquidität und Zinssätze

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Economics

Hierbei muss zwischen kurz- und längerfristigen Zielen unterschieden werden. Während die ersten Ankaufprogramme (CPPP1 und 2) noch eher als Maßnahme zur Stabilisierung des Finanzsystems und zur Verbesserung der monetären Transmission verstanden werden sollten, ist das APP neben den TLTROs als breit angelegte Maßnahme zur zügigeren Erreichung des mittelfristigen Ziels der Preisniveaustabilität zu verstehen.

In Bezug auf das Ankaufprogramm der EZB sind zwei Faktoren gesondert zu betrachten: Da Quantitative Easing per se eine unkonventionelle geldpolitische Maßnahme darstellt, sind die Effekte davon kaum empirisch untersucht (vgl. Kapitel 2). So ist aktuell insbesondere die Art des Ausstiegs der Zentralbanken aus ihren Programmen heftig umstritten. Nachdem die US-amerikanische Fed mit ihrem „Taper Tantrum“ ein Negativbeispiel vorgelegt hatte, wird die EZB mit großer Vorsicht die Beendigung ihrer Lockerung vorbereiten. Daneben sind im europäischen Fall die Probleme des Bankensektors zu beachten. Gleichzeitig stellen für die EZB ein global zurückgehendes BIP-Wachstum und eine

fallende natürliche Zinsrate in der Währungsunion Schwierigkeiten in der Ausgestaltung der Geldpolitik wie auch der Beendigung des Asset Purchase Programme dar.¹²

3.4 Vergleiche zu anderen Notenbanken

Auch Zentralbanken anderer Wirtschaftsräume haben im Lichte der Finanzkrise eine erhebliche Lockerung ihrer Geldpolitik zur Stärkung der heimischen Wirtschaft und zum Erreichen der geldpolitischen Ziele, vornehmlich mit Blick auf die Inflation, vorgenommen. Die Programme unterscheiden sich jedoch in Startzeitpunkt, Volumen und Zusammensetzung.

3.4.1 *Federal Reserve*

Die US-Notenbank fokussierte sich auf Häusermarktanleihen und Staatsanleihen. Im Dezember 2013 verkündete das Federal Open Market Committee (FOMC) der Fed, das Ankaufprogramm aufgrund der verbesserten ökonomischen Lage und Arbeitsmarktsituation zu bremsen und im Oktober 2014 zu beenden, und begann im Dezember 2015 den Leitzins wieder anzuheben. Der Anteil an garantierten Pfandbriefen des Wohnungsbereichs (Mortgage Backed Securities, MBS) am Ankaufportfolio kann als stärkster Kontrast zum EZB-Programm gesehen werden. Daneben griffen die Amerikaner viel früher in die Kapitalmärkte ein und beendeten ihr Programm auch zügig wieder.

3.4.2 *Bank of England*

Die Bank of England votierte im März 2009 für den Ankauf britischer Staatsanleihen (Gilts), finanziert durch die Ausgabe von Zentralbankreserven. Dabei war das Programm der BoE – anders als bei der EZB – klar auf das Ankurbeln der wirtschaftlichen Aktivität ausgelegt.¹³ Nachdem von Juli 2007 bis März 2009 der Leitzins von 5,75 Prozent auf 0,5 Prozent abgesenkt worden war, wurden diese außerordentlichen Maßnahmen notwendig. Bis Juli 2012 kaufte die Zentralbank für insgesamt 375 Milliarden britische Pfund fast ausschließlich britische Staatsanleihen an. Dabei verschrieb sie sich dem Ziel, nicht mehr als 70 Prozent britischer Schuldtitel zu halten. Im Lichte des Brexit-Votums entschied sich die Notenbank zu einem weiteren Ankauf von 60 Milliarden britischer Pfund an Staatsanleihen und 10 Milliarden britischer Pfund an Corporates zur Marktstabilisierung. Gemeinsam mit anderen Techniken der Liquiditätsausweitung führten die Ankäufe zu einer Ausweitung der Zentralbankbilanz. Verglichen mit der Zeit vor der Finanzkrise wuchs sie auf die dreifache Größe im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt an. Der Fall Großbritannien ist hier speziell zu betrachten, da London als Finanzmarktzentrum besonders von den Krisenauswirkungen betroffen war. So wird der Bank Run auf die Northern Rock Bank und ihre Verstaatlichung im Februar 2008 als einer der frühen Krisenindikatoren gesehen.

3.4.3 *Bank of Japan*

Im Vergleich zu den anderen großen Notenbanken setzt die Bank of Japan zuletzt deutlich stärker auf risikoreichere Assets. Neben langlaufenden Staatsanleihen werden auch Geldmarktpapiere, Unternehmensanleihen, Exchange-Traded Funds und japanische REITs angekauft.

Verglichen mit dem Ausgangspunkt vor der Finanz- und Wirtschaftskrise Mitte 2007 haben sich neben den Leitzinsen auch die Bilanzsummen der Notenbankbilanzen massiv verändert (vgl. Abbildung 6). Im Vergleich zu den übrigen wichtigen Notenbanken erscheint bei einer rein volumenseitigen Betrachtung das EZB-Ankaufprogramm als eher gemäßigt. Allerdings sollte die Gesamtheit aller geldpolitischen Maßnahmen (inkl. konventioneller und unkonventioneller Maßnahmen) betrachtet und bewertet werden.

12) Vgl. new normal,

Fed: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20160912a.htm>;

EZB: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160614.en.html>,

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop178.en.pdf>.

13) Joyce, M., Tong, M. & Wood, R., The United Kingdom's Quantitative Easing Policy: Design, Operation and Impact, Bank of England Quarterly Bulletin, 2011, Q3, Vol. 51(3). September 2011.

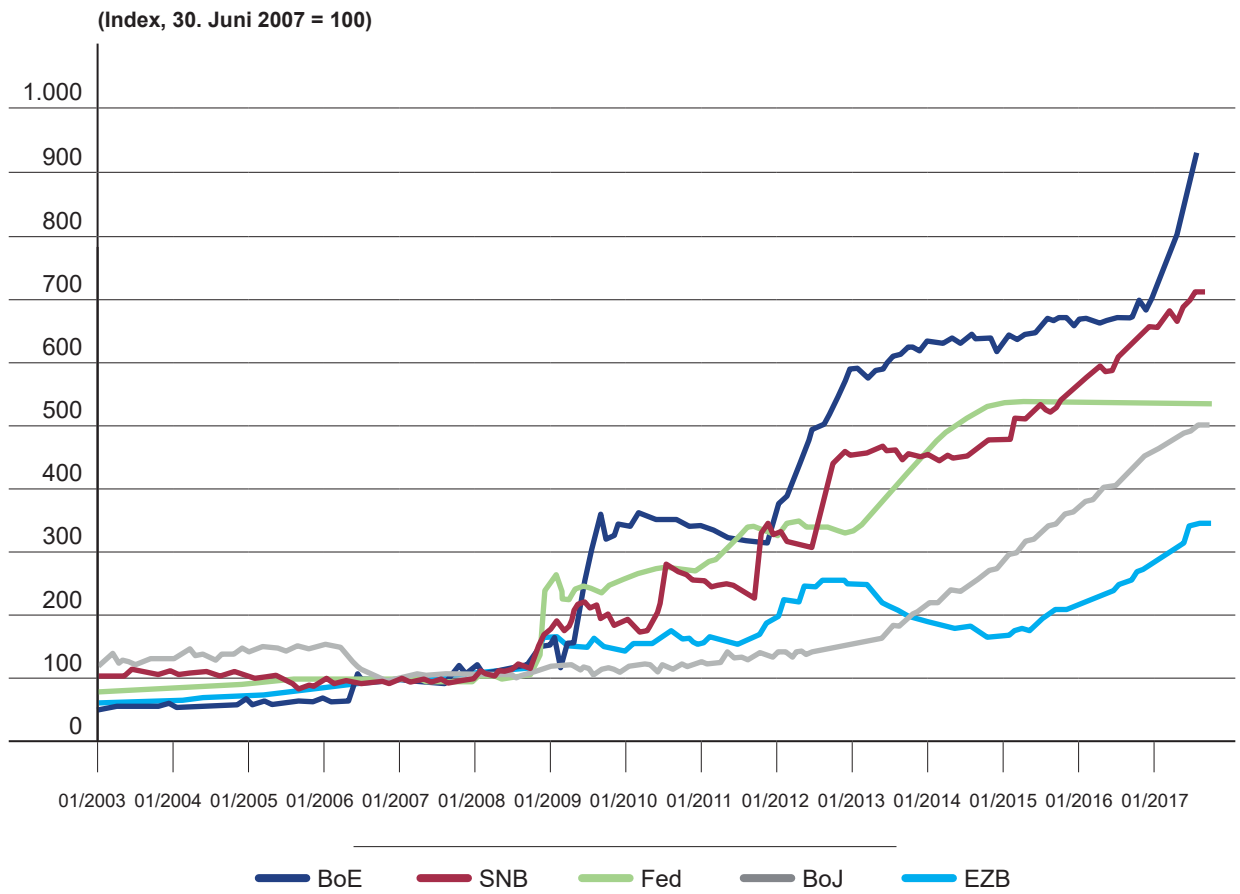


Abbildung 6: Prozentuale Entwicklung der Notenbankbilanzen

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Economics

4 Darstellung der relevanten Marktsegmente

4.1 Umfang des Marktes für Staatsanleihen

Das Volumen von Schuldverschreibungen des öffentlichen Sektors im Euroraum lag im Frühjahr 2017 nach Daten der EZB bei rund 7,9 Billionen Euro (Nennwert). Hierunter fallen die Schuldverschreibungen sowohl der Zentralregierungen als auch regionaler und lokaler Gebietskörperschaften sowie von Sozialkassen und Zweckgesellschaften, die nicht auf Gewinnerzielung ausgerichtet sind. Diese Schuldverschreibungen, die im Folgenden unter dem Begriff „Staatsanleihen“ zusammengefasst werden, stehen damit für fast 50 Prozent des gesamten Anleihevolumens von knapp 16,6 Billionen Euro, das sich zu diesem Zeitpunkt von Emittenten aus dem Euroraum im Umlauf befand. Aus diesem hohen Anteil der Staatsanleihen am Gesamtmarkt erschließt sich bereits, weshalb Staatsanleihen den Kern des Anleihekaufprogramms der EZB bilden. Folgende Aspekte verstärken dies: Erstens umfasst das Anleihekaufprogramm nur solche Papiere, die auf Euro denominiert sind. Dies schließt mit Blick auf den Gesamtmarkt rund 15 Prozent der Anleihen aus, nämlich jene, die auf Fremdwährung denominiert sind. Am Staatsanleihemarkt liegt die Fremdwährungsquote dagegen unter 2 Prozent. Zweitens ist der nach den Staatsanleihen zweitgrößte Sektor des Anleihemarktes, nämlich der Sektor der Bankanleihen, zum großen Teil nicht vom Anleihekaufprogramm der EZB erfasst. Eine Ausnahme bilden hier insbesondere die gedeckten Schuldverschreibungen. Drittens rücken ihre weithin hohe Bonität und ihre hohe Marktliquidität, sprich ihre sehr gute Handelbarkeit, die Staatsanleihen in den Fokus des Kaufprogramms der EZB. Staatsanleihen sind aus EZB-Sicht das beste Substitut für Zentralbankgeld. Ihre gute Handelbarkeit ermöglicht der EZB den Erwerb der von ihr angestrebten hohen Volumina am Sekundärmarkt. (Staatsanleihekäufe am Primärmarkt, also die faktische Direktabnahme neuer Anleihen durch die EZB von der emittierenden öffentlichen Stelle, sind durch die Statuten der EZB ausgeschlossen.)

Die Struktur des Staatsanleihemarktes lässt sich weiter nach Laufzeiten und nach Emittenten untergliedern. In der Untergliederung nach Laufzeiten entfallen rund 7 Prozent auf kurzlaufende Titel mit einer Ursprungslaufzeit unter einem Jahr (Geldmarkt). Diese hat die EZB grundsätzlich vom Erwerb ausgeschlossen. Von den verbleibenden längerlaufenden Titeln, deren Nennwert im Frühjahr 2017 bei rund 7,35 Billionen Euro lag, wird ein gewisser Teil wiederum durch seine zu kurze (< 1 Jahr) oder zu lange Restlaufzeit (≥ 31 Jahre) vom Erwerb ausgeschlossen. Hinsichtlich der Emittentenstruktur entfallen von den prinzipiell erwerbzbaren längerlaufenden Staatsanleihen knapp 10 Prozent oder rund 650 Milliarden Euro auf regionale oder lokale Gebietskörperschaften, beispielsweise auf deutsche Bundesländer. Von Zentralregierungen des Euroraums emittierte Staatsanleihen machen mit rund 6,7 Billionen Euro den größten Anteil am Staatsanleihemarkt aus. Eine regionale Gliederung des Staatsanleihemarktes zeigt auf, dass auf die vier größten Volkswirtschaften des Euroraums – Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien – zusammen etwa 80 Prozent des ausstehenden Staatsanleihevolumens entfällt, wobei italienische Staatspapiere per April 2017 mit 1,81 Billionen Euro nach Nennwert den größten Einzelanteil ausmachen, gefolgt von französischen (1,67 Billionen Euro) und deutschen (1,54 Billionen Euro; entsprechend einem Anteil von 21 Prozent).

Der auf öffentliche Schuldverschreibungen zielende Hauptteil des EZB-Anleihekaufprogramms (PSPP) umfasst zusätzlich zu den Staatsanleihen auch noch Anleihen von Unternehmen des öffentlichen Sektors (zum Beispiel der KfW oder der Landwirtschaftlichen Rentenbank) und Supranationaler Organisationen (zum Beispiel der Europäischen Investitionsbank (EIB) oder der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF)). Das ausstehende Anleihevolumen lag in diesen Teilsektoren zum Ende des ersten Quartals 2017 laut Anleiheindizes des Datenanbieters iBoxx zusammengekommen bei knapp 900 Milliarden Euro. Die folgenden Betrachtungen beschränken sich nun jeweils auf das Marktsegment der Staatsanleihen.

Das Volumen des Euro-Staatsanleihemarktes ist in den ersten Jahren nach der Finanzkrise angesichts wachsender öffentlicher Ausgaben zur Konjunkturstützung (sowie zur Bankenrettung) und angesichts anfänglich sinkender Einnahmen zunächst stark angeschwollen. Zwischen Anfang 2008 und dem Beginn des Anleihekaufprogramms stieg der Nennwert aller ausstehenden Staatsanleihen insgesamt um rund 50 Prozent. Der Anstieg entspricht einer jährlichen Wachstumsrate von rund 6 Prozent. Der Marktwert der ausstehenden Staatsanleihen, der sich aus dem Produkt aus

Nennwert und Anleihekurs ergibt, stieg in diesem Zeitraum sogar noch deutlich stärker. Er bildet den Referenzpunkt, auf den sich die EZB bei ihrem Anleihekaufprogramm bezieht, wenn sie etwa ihren monatlichen Zielwert vorgibt. Der Grund hierfür ist der in diesem Zeitraum verzeichnete starke Rückgang des Zins- bzw. Renditeniveaus am Euro-Rentenmarkt – die Kurse bestehender, also zu einem früheren Zeitpunkt ausgegebener Anleihen steigen analog zum sinkenden Renditeniveau. In der jüngeren Vergangenheit seit Start des Anleihekaufprogramms hat sich das Wachstum des Staatsanleihemarktes indes spürbar abgeflacht, weil sich der konjunkturelle Trend im Euroraum gefestigt hat und der Finanzierungsbedarf der öffentlichen Kassen zusätzlich durch das niedrige Zinsniveau verringert wird. In den Jahren 2015 und 2016 nahm das ausstehende Staatsanleihevolumen in der Summe lediglich um 5 Prozent oder rund 300 Milliarden Euro zu. Das Volumen an ausstehenden deutschen Staatsanleihen stagnierte in diesem Zeitraum sogar.

Die EZB rollte ihr Anleihekaufprogramm just in einer Phase aus, in der der Finanzierungsbedarf der öffentlichen Haushalte im Sinken begriffen war und sich das Wachstum des Staatsanleihemarktes verringert hat. Dieser Aspekt ist wichtig, wenn es um die Frage möglicher Verdrängungseffekte der EZB-Aktivitäten auf andere Anlegergruppen geht. Zudem hat er Relevanz im Zusammenhang mit möglichen Beeinträchtigungen für die Funktionsfähigkeit des Staatsanleihemarktes als Signalgeber für die Attraktivität von Investitions- und Anlageentscheidungen. Interessant erscheint in diesem Zusammenhang ein Vergleich mit den Staatsanleihekaufprogrammen der Fed. Die drei aufeinanderfolgenden Programme der Fed zum Ankauf von US-Staatspapieren (die US-Währungshüter haben zum Teil parallel hierzu auch hypothekenbesicherte Wertpapiere erworben) fielen schwerpunktmäßig in die Jahre 2009 bis 2011 und 2013 (das letzte der Programme wurde im Oktober 2014 beendet). In all diesen Jahren waren das Finanzierungsdefizit des US-Zentralstaates und das Wachstum des US-Staatsanleihemarktes sowohl absolut als auch prozentual wesentlich größer, als dies im Euroraum seit Beginn des Ankaufprogramms der EZB der Fall ist. Mithin deckten die Staatsanleihekäufe der Fed den Nettofinanzbedarf des US-Zentralstaates, rechnerisch betrachtet, nur zum Teil ab. Ganz anders sieht dies im Falle der EZB aus: Dem skizzierten Anstieg des ausstehenden Volumens an Staatsanleihen von rund 300 Milliarden Euro zwischen März 2015 (Start des Kaufprogramms für öffentliche Schuldverschreibungen) und April 2017 standen im selben Zeitraum Käufe der EZB im Volumen von gut 1,4 Billionen Euro in diesem Marktsegment gegenüber. Hiervon entfällt ein gewisser, nicht exakt bezifferbarer Anteil auf Anleihen öffentlicher Unternehmen. Zudem weist die EZB ihre Kaufstatistik nach Marktwerten aus, die im aktuellen Marktumfeld deutlich über den Nennwerten liegen, was die Vergleichbarkeit verschiedener Statistiken erschwert. Schätzungsweise überstieg das Anleihekaufvolumen der EZB am Staatsanleihemarkt das bisherige Nettoemissionsvolumen bzw. den Nettofinanzbedarf der öffentlichen Schuldner um das rund Dreifache. In diesem Sinne ist davon auszugehen, dass die EZB mit ihrem Anleihekaufprogramm unter sonst gleichen Bedingungen für deutlich stärkere Verschiebungen in der Anlegerstruktur am Staatsanleihemarkt sorgt bzw. diese „erzwingt“, als die Fed dies mit ihren Anleihekaufprogrammen getan hat.

4.2 Anlegerstruktur am Staatsanleihemarkt

Wie sieht die Anlegerstruktur am Staatsanleihemarkt im Euroraum aus und haben sich im Zuge des EZB-Anleihekaufprogramms Verschiebungen ergeben? Laut der detaillierten Wertpapieranleger-Datenbank der EZB, die die Anlegerstruktur für jene Anleihegläubiger erfasst, die ihren Sitz innerhalb des Euroraums haben („Inner-EWU“; ohne das Eurosystem selbst), wurden den Inner-EWU-Gläubigern vor Beginn des EZB-Anleihekaufprogramms insgesamt rund 62 Prozent des Bestands an Euro-Staatsanleihen zugerechnet. Seit dem Start dieser Datenbank im vierten Quartal 2013 war dieser Anteil vor Beginn des Kaufprogramms immer relativ stabil. Der Rest von rund 38 Prozent wurde entweder bereits zu diesem Zeitpunkt von der EZB (oder den nationalen Notenbanken) über frühere Kaufprogramme gehalten, konnte nicht zugerechnet werden oder wurde von Gläubigern außerhalb des Euroraums gehalten.

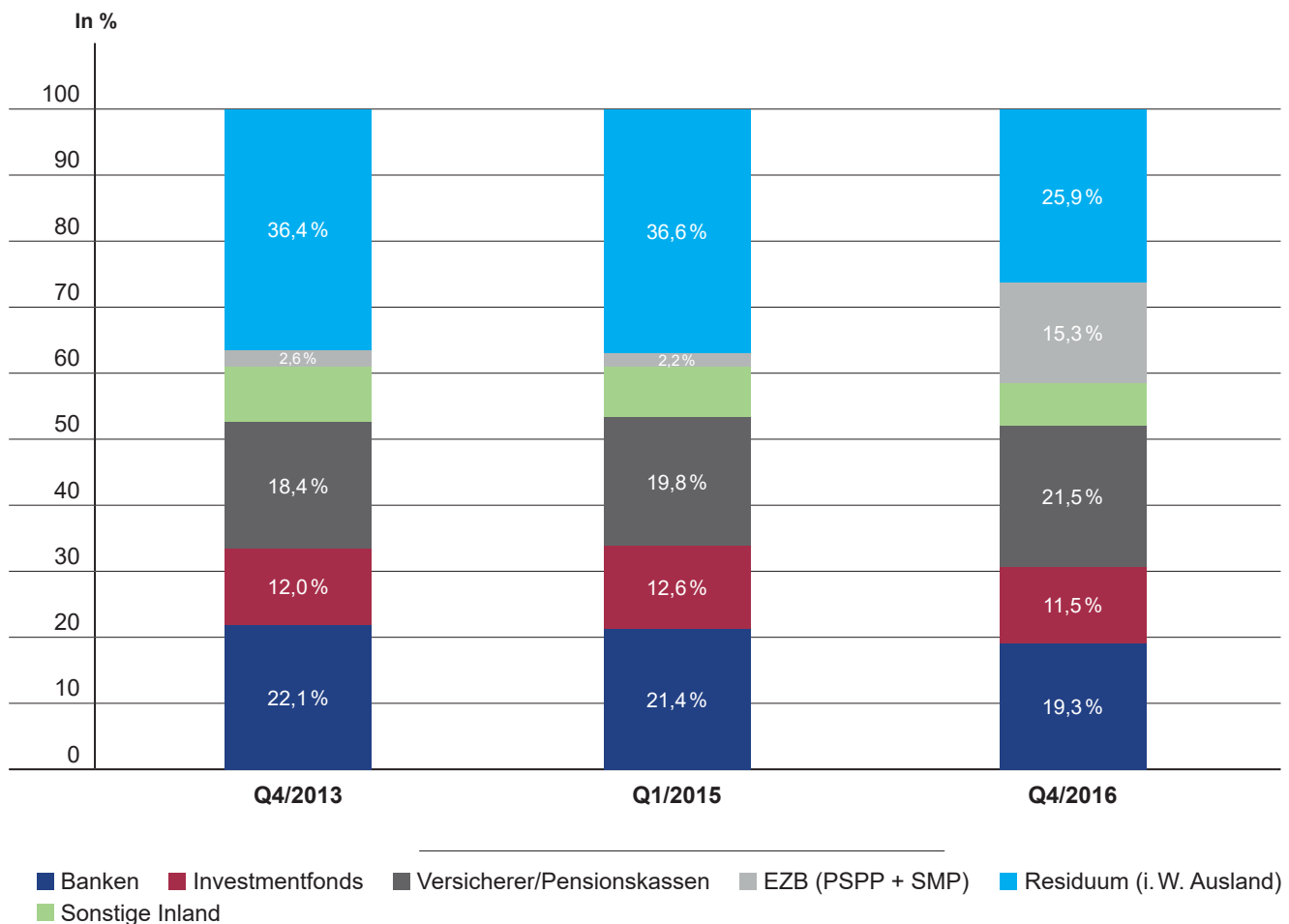


Abbildung 7: Gläubigerstruktur am Euro-Staatsanleihemarkt, Veränderung seit Beginn des Anleihekaufprogramms der EZB

Quelle: EZB, BayernLB Research

Es ist davon auszugehen, dass ein Großteil des restlichen Anteils auf „ausländische“ Gläubiger entfällt. Die Inner-EWU-Gläubiger teilen sich im Wesentlichen auf drei große Gruppen auf: auf Finanzinstitute innerhalb der EWU, die vor Beginn des Kaufprogramms rund 21 Prozent der Euro-Staatsanleihen hielten, auf Versicherungen und Pensionskassen, die knapp 20 Prozent der Staatsanleihen hielten, und auf sonstige Finanzunternehmen (vor allem Investmentfonds), auf die knapp 13 Prozent entfielen. Sonstigen Inner-EWU-Gläubigern, also Nicht-Finanzunternehmen und Privathaushalten, wird vor Beginn des Kaufprogramms ein Anteil von insgesamt knapp 8 Prozent zugerechnet. Für die ersten sieben Quartale des EZB-Ankaufprogramms liegen bisher Daten vor. Es zeigt sich, dass sich der Anteil am Staatsanleihemarkt, der klar dem Eurosystem zugeschrieben werden kann, von rund 2 Prozent auf etwa 15 Prozent (ohne Anleihebestände für nicht-geldpolitische Zwecke (ANFA)) erhöht hat. (Zur Jahresmitte 2017 dürfte der Anteil des Eurosystems an den prinzipiell im Rahmen des Kaufprogramms erwerbbaaren Staatstiteln inzwischen die 20-Prozent-Marke überschritten haben und ist mithin höher als der Anteil der US-Notenbank am US-Staatsanleihemarkt.) Interessant ist, dass sich der Anteil der übrigen Inner-EWU-Gläubiger in der Summe nur relativ wenig verändert hat: Netto-Verkäufer von EWU-Staatsanleihen waren in diesem Zeitraum die EWU-Banken, deren Bestand um gut 200 Milliarden Euro abnahm und die per März 2017 noch einen Anteil von gut 19 Prozent hielten. Im ungefähr gleichen Maß hat sich dagegen der Staatsanleihebestand der Versicherer und Pensionskassen erhöht – diese zählen also offenkundig nicht zu jenen Anlegern, die ihre Bestände in größerem Umfang der EZB verkauft haben. Auch die Anteile von Investmentfonds und sonstigen EWU-Inländern am Staatsanleihemarkt haben sich seit Start des Kaufprogramms nur moderat um jeweils rund einen Prozentpunkt reduziert. Es spricht also, ungeachtet möglicher Zuordnungsprobleme in der Statistik, einiges dafür, dass es vor allem Staatsanleihe-Gläubiger außerhalb des Euroraums waren, die ihre Anleihen an die EZB verkauft haben. In Frage kommen hier typische „opportunistische“ Anlegergruppen wie

ausländische Investmentgesellschaften, Hedgefonds oder auch Staatsfonds sowie ausländische Zentralbanken, die in europäische Aktien oder in Anleihen in anderer Währung umgeschichtet haben. Die Daten, welche die EZB zur Zahlungsbilanzstatistik für das Jahr 2016 veröffentlicht hat, bestätigen diesen Trend bei den Kapitalflüssen zumindest im Kern: Demnach haben Anleger außerhalb der EWU im Jahr 2016 Nettos Staatsanleihen aus dem Euroraum im Volumen von 116 Milliarden Euro verkauft, sie waren mithin erstmals seit Bestand der Währungsunion Nettoverkäufer von Schuldverschreibungen aus dem Euroraum.

Eine dauerhafte Verdrängung von Kernanlegergruppen am Staatsanleihemarkt durch die EZB könnte zum einen die Funktionsfähigkeit des Marktes beeinträchtigen und zum anderen auch in der anstehenden Phase des Ausstiegs der Währungshüter aus ihrem Anleihekaufprogramm für stärkere Verwerfungen sorgen. So hat etwa die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) bereits im Jahr 2015 im Rahmen einer Studie auf die Gefahr eines Austrocknens der Marktliquidität hingewiesen. „Marktliquidität“ meint dabei die Fähigkeit des Marktes, größere Kauf- oder Verkaufsaufträge von Anlegern ohne starke Verwerfungen in der Kursentwicklung zu absorbieren. Ein Austrocknen der Marktliquidität führt vor allem in Stressphasen zu stark erhöhten Marktschwankungen und vergrößert die Unsicherheit für alle Marktteilnehmer bzw. kann die Handelstätigkeit im Extremfall ganz zum Erliegen bringen. Der Ausstieg der EZB aus ihrem Anleihekaufprogramm kann solche Stress-Situationen vermehrt hervorbringen. Andererseits besteht die Möglichkeit, dass jene zuvor identifizierten „opportunistischen“ Marktakteure, die anscheinend vornehmlich als Verkäufer von Anleihen an die EZB aufgetreten sind, bereit sind, relativ schnell an den Staatsanleihemarkt zurückzukehren – allerdings im Zweifel zu aus ihrer Sicht günstigeren Einstiegskursen, was zunächst eine entsprechende Anpassungsreaktion am Markt voraussetzt.

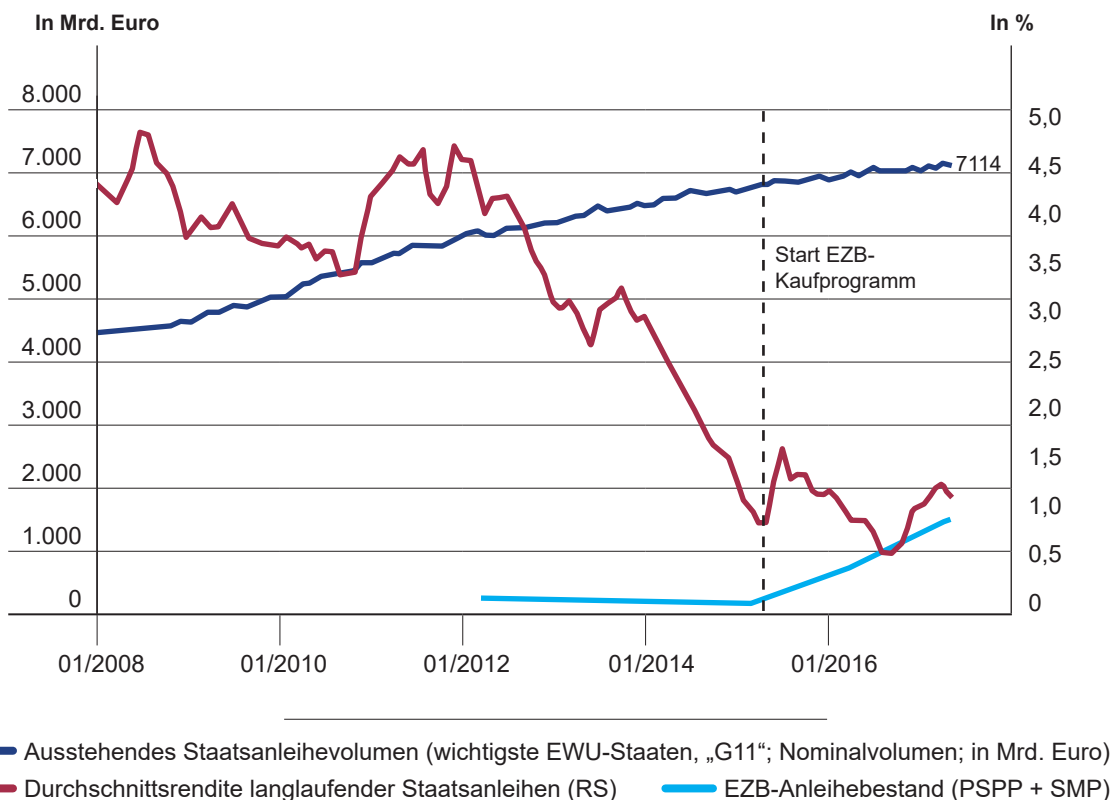


Abbildung 8: Ausstehendes Volumen an Euro-Staatsanleihen in den wichtigsten EWU-Staaten, geschätzter Staatsanleihebestand des europäischen Systems der Zentralbanken und Rendite langlaufender Euro-Staatsanleihen

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

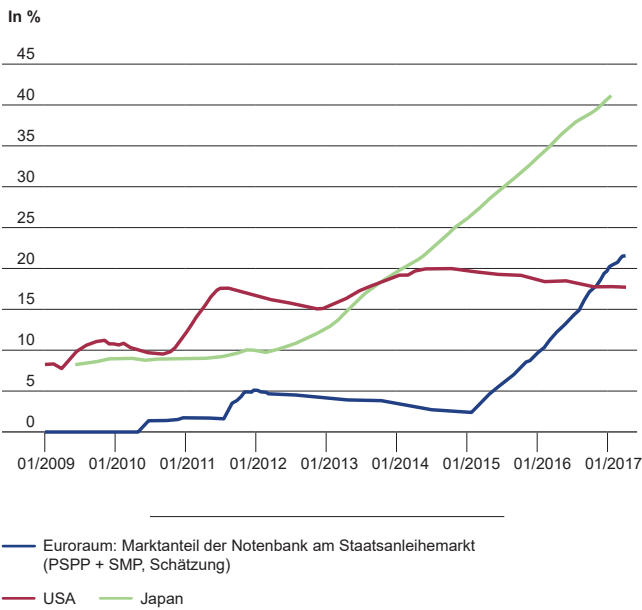


Abbildung 9: Entwicklung der Anteile der Notenbanken des Euroraums, der USA und Japans am jeweiligen Staatsanleihemarkt (geschätzt)

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

4.3 Markt für Covered Bonds

Seit Oktober 2014 kauft die EZB Woche für Woche gedeckte Bankanleihen (Covered Bonds) über den Primärmarkt (Neuemissionen) und den Sekundärmarkt (bereits umlaufende Anleihen). Zum Ende des zweiten Quartals 2017 ist der Covered-Bond-Bestand im dritten Covered-Bond-Kaufprogramm (CBPP3) der EZB (zu fortgeschriebenen Anschaffungskosten) auf 222,6 Milliarden Euro angewachsen. Werden die noch vorhandenen Bestände aus den entsprechenden ersten zwei Kaufprogrammen hinzugenommen, summiert sich das Volumen dieser Covered-Bond-Bestände in der Bilanz der EZB auf 235,7 Milliarden Euro zum Ende des zweiten Quartals 2017.

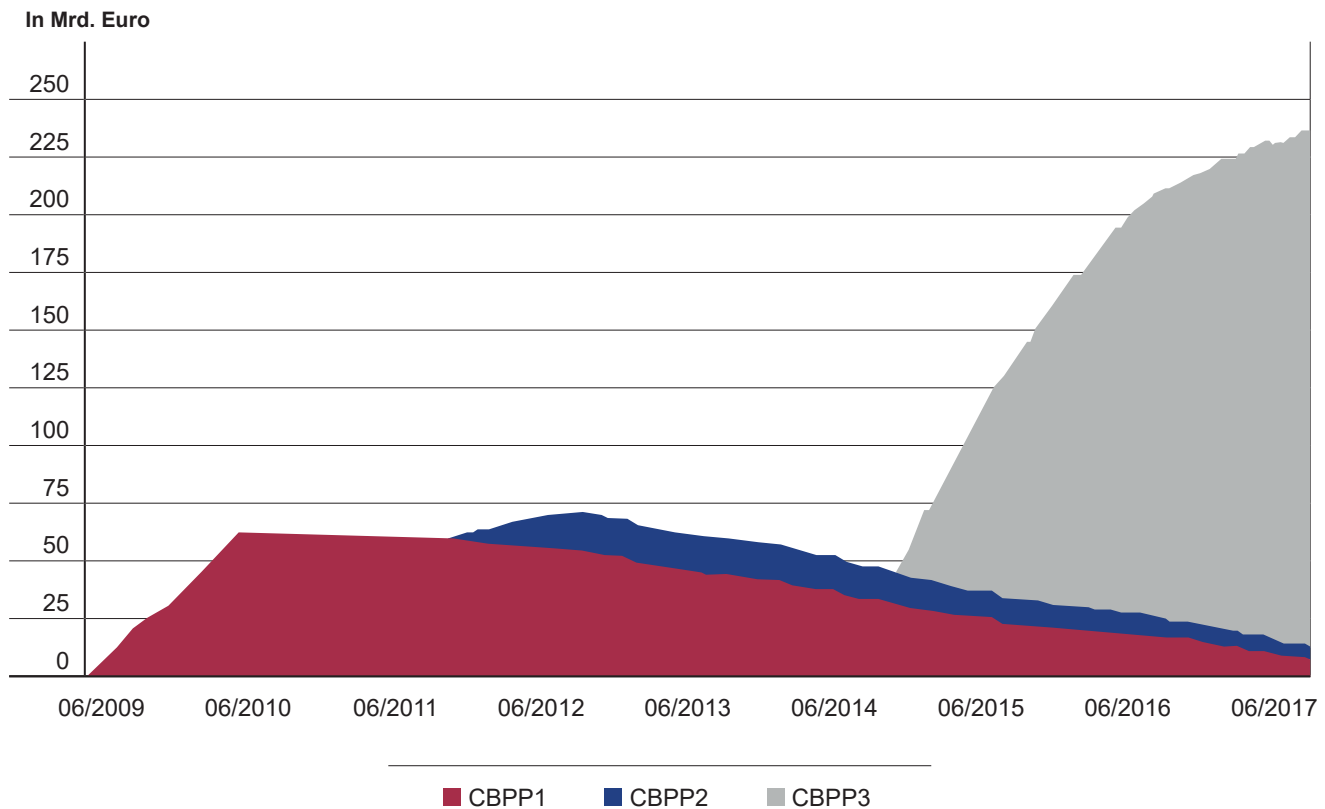


Abbildung 10: Bestände in den drei Covered-Bond-Kaufprogrammen (CBPP)

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

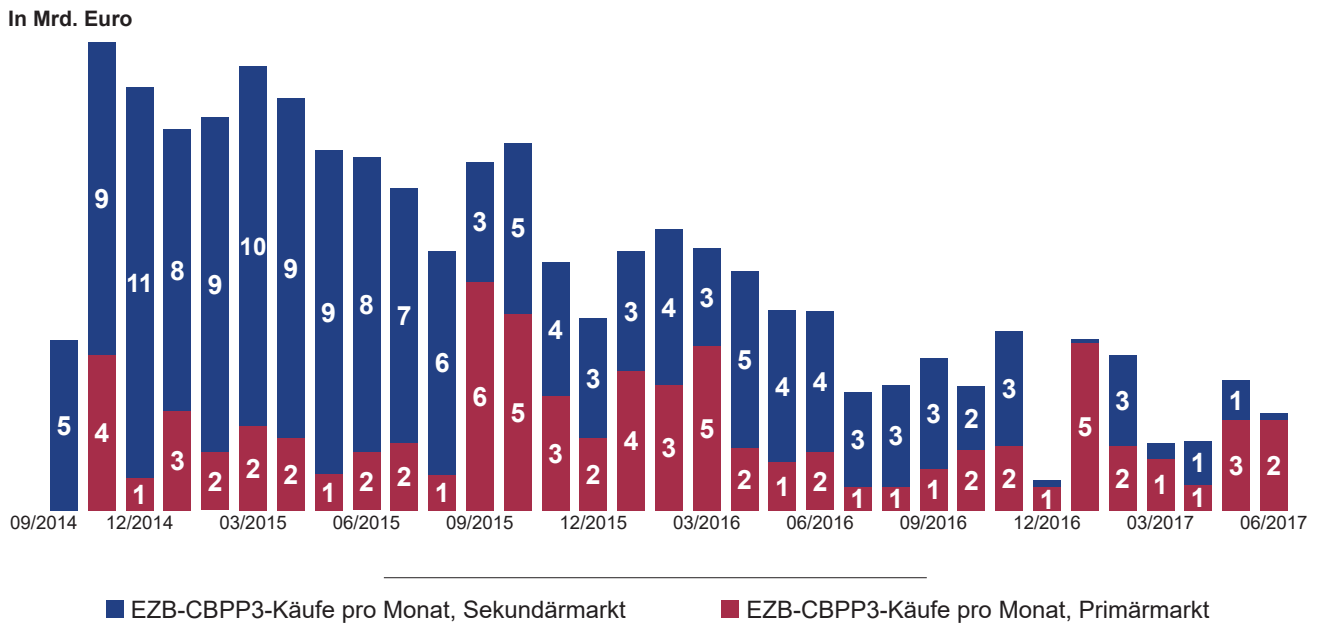


Abbildung 11: Monatliches Kaufvolumen unter CBPP3

Quelle: Europäische Zentralbank

Im Rahmen des aktuell noch laufenden Asset Purchase Programme (APP), in dem Staatsanleihen, Verbriefungen und Unternehmensanleihen gekauft werden, macht der Bestand der gedeckten Bankanleihen zum Ende vom zweiten Quartal 2017 einen Anteil von 11,4 Prozent aus (nur CBPP3).

Mit dem Covered-Bond-Markt stand der EZB ein Markt mit einem Gesamtvolumen von 1.288 Milliarden Euro (auf Euro lautende Anleihen von Eurozonen-Emittenten, Quelle: European Covered Bond Council, per Dezember 2016) für ihre Interventionen zur Verfügung. Das Covered-Bond-Marktvolumen erreicht weltweit 2.488 Milliarden Euro (Stand Ende 2016). Der Sekundärmarkt ist mit rund zwei Dritteln des Kaufvolumens die wichtigste Quelle für Käufe der EZB. Die Kaufmöglichkeiten für die EZB am Sekundärmarkt sind im Zeitverlauf aufgrund abnehmender Liquidität allerdings immer schlechter geworden. Der Primärmarkt hat daher seit September 2015 für die Aktivitäten im Rahmen von CBPP3 deutlich an Bedeutung gewonnen.

Innerhalb des Covered-Bond-Marktes gibt es ein Teilsegment, für das im Vergleich zum gesamten Covered-Bond-Markt mehr und schneller Informationen zur Verfügung stehen. Dieser Teilmarkt umfasst etwa 46 Prozent des gesamten Covered-Bond-Umlaufvolumens von Banken der Eurozone. Es handelt sich um das Segment liquider Euro-Benchmark-Covered-Bonds (festverzinsliche Anleihen mit einem Mindestvolumen von 500 Millionen Euro). Das Neuemissionsvolumen in diesem Teilmarkt und das Kaufvolumen der Europäischen Zentralbank am Primärmarkt waren in der Vergangenheit positiv korreliert. Das heißt, die zusätzliche Nachfrage der EZB über CBPP3 konnte vorrangig nur durch den direkten Erwerb neu emittierter Papiere gestillt werden. Die gestiegene Nachfrage lässt sich gut an der Überzeichnung (Bid-Cover-Ratio) bei neu emittierten Covered Bonds ablesen.

Nach Ankündigung von CBPP3 stieg das Emissionsvolumen der Euro-Benchmark-Covered-Bonds an. In den Jahren 2015 und 2016 lag das Emissionsvolumen über jenen der Jahre 2013 und 2014. Aufgrund der zusätzlichen Nachfrage der EZB sind die Risikoaufschläge, die die Banken für ihre Covered Bonds zahlen müssen, zurückgegangen – was die Refinanzierungskonditionen für gedeckte Bankanleihen senkte. Insgesamt geht jedoch trotz des in den Jahren 2015 und 2016 erhöhten Neuemissionsvolumens das Umlaufvolumen der Covered Bonds zurück, weil seit einigen Jahren mehr gedeckte Anleihen fällig als neu aufgelegt wurden.

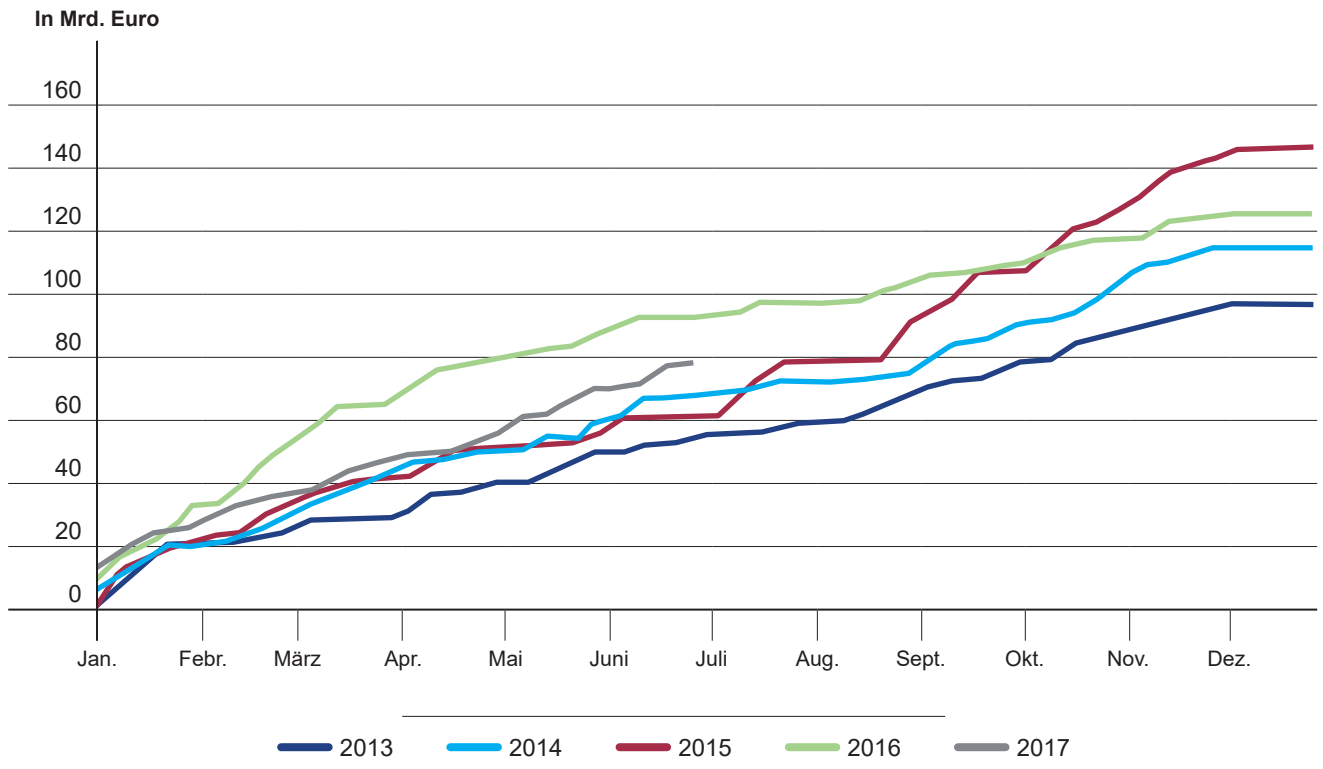


Abbildung 12: Entwicklung des Emissionsvolumens von Euro-Benchmark-Covered-Bonds im Jahresverlauf

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

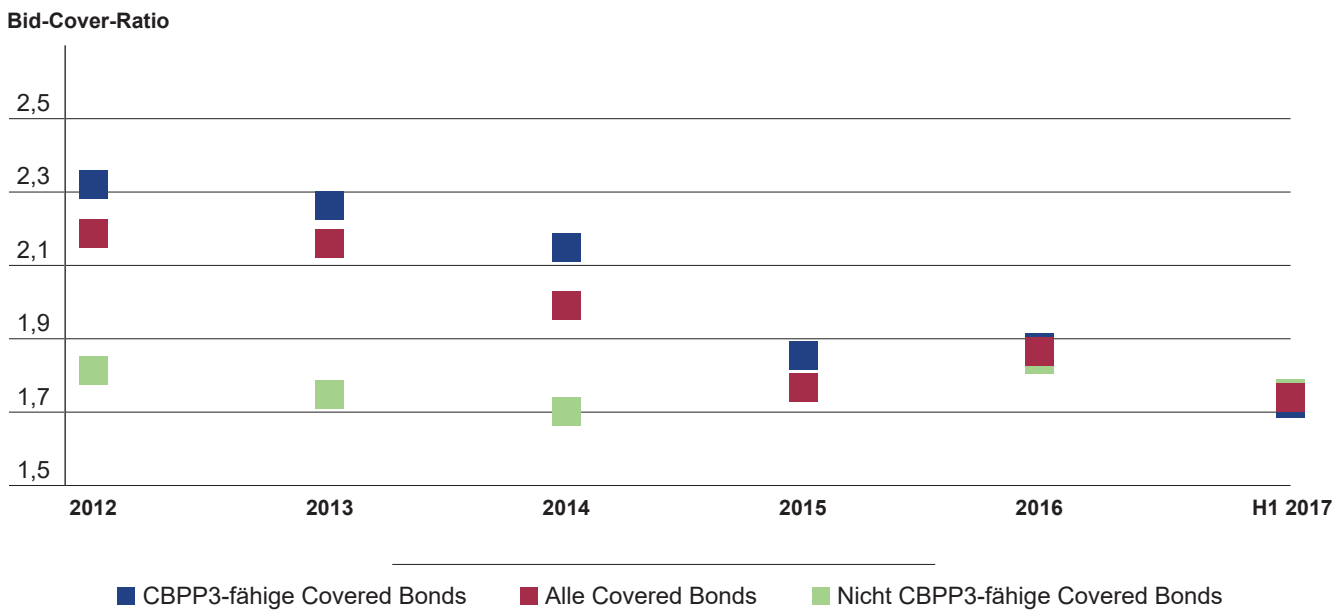
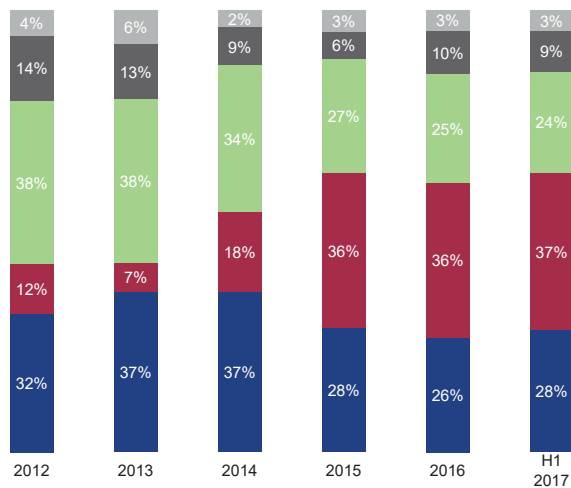


Abbildung 13: Verhältnis aus Ordervolumen und Volumen der Neuemissionen

Quelle: The Cover, The Covered Bond Report, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

14

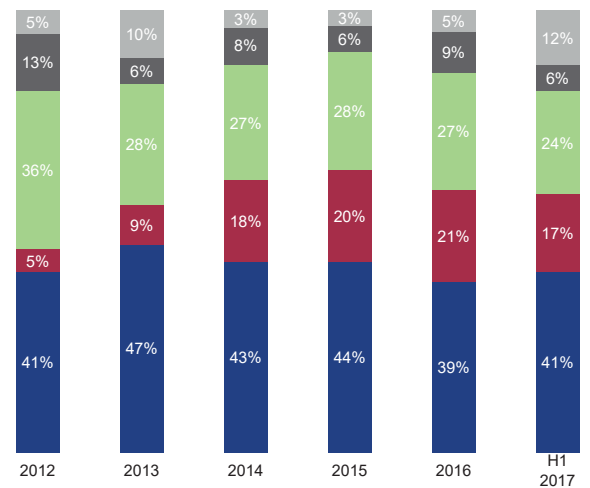


■ Banken ■ Versicherungen/Pensionsfonds ■ Andere
■ Vermögensverwalter ■ Zentralbanken/Förderbanken

Abbildung 14: Verteilung der Investoren im Orderbuch für CBPP3-fähige Neuemissionen, Zahlen für Euro-Benchmark-Covered-Bonds

Quelle: The Cover, The Covered Bond Report, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

15



■ Banken ■ Zentralbanken/Förderbanken ■ Andere
■ Vermögensverwalter ■ Versicherungen/Pensionsfonds

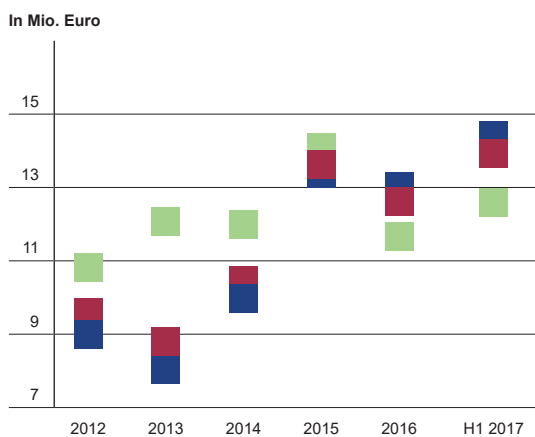
Abbildung 15: Verteilung der Investoren im Orderbuch für nicht CBPP3-fähige Neuemissionen, Zahlen für Euro-Benchmark-Covered-Bonds

Quelle: The Cover, The Covered Bond Report, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

Das Umfeld sinkender Risikoaufschläge und geringerer Umlaufvolumina hat aus Investorensicht zwei wesentliche Nachteile: sinkende Sekundärmarktliquidität und eine geringere Rendite für neue Geldanlagen. Die Liquidität der Anleihen am Sekundärmarkt (gemessen am Umsatzvolumen) ist seit Beginn von CBPP3 rückläufig. Durch eine einfache Überlegung kann diese Aussage plausibilisiert werden. Ende 2016 betrug das Umlaufvolumen von Euro-Benchmark-Covered-Bonds von Emittenten aus der Eurozone 584 Milliarden Euro (Vorjahr: 629 Milliarden Euro). Das Bestandsvolumen aus den drei Covered-Bond-Kaufprogrammen der EZB betrug zum gleichen Zeitpunkt 223 Milliarden Euro (Vorjahr 174 Milliarden Euro). Dies entspricht per Ende 2016 rund 38 Prozent (Vorjahr 28 Prozent) des Euro-Benchmark-Covered-Bond-Umlaufvolumens (Zahlen per 30. Juni: Umlaufvolumen 573,4 Milliarden Euro, Bestand bei den CBPPs der EZB 235,7 Milliarden Euro, Verhältnis beider Zahlen 41 Prozent). Auch wenn die EZB nicht nur Euro-Benchmark-Covered-Bonds kauft, so zeigen diese Zahlen eindeutig, dass das Volumen der am Sekundärmarkt für private Investoren verfügbaren Covered Bonds innerhalb der Eurozone spürbar zurückgeht. Schließlich hat die EZB angekündigt, ihre unter den CBPPs angehäuften Anleihebestände bis zur Fälligkeit zu halten. Hinzu kommt, dass durch die verringerten Risikoaufschläge sowie das über das laufende Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) der EZB allgemein gesunkene Renditeniveau in der Eurozone die Geldanlage privater Investoren in Covered Bonds unattraktiver geworden ist. Investoren weichen daher zum Beispiel auf Covered Bonds von Banken, die sich nicht für CBPP3 qualifizieren, oder auf andere Anlageklassen aus. Letzteres, die Umlenkung privaten Kapitals in die gesamtwirtschaftlichen Kreditmärkte, war und ist ein erklärtes Ziel, das die EZB mit dem APP verfolgt, um die Realwirtschaft mit ihrer expansiven Geldpolitik zu stimulieren. Es kann jedoch dazu führen, dass europäische Investoren Anleihen von außereuropäischen Banken kaufen. Dadurch würde der gewünschte geldpolitische Impuls nicht in der Eurozone ankommen.

Die Umlenkung oder Verdrängung privater Investoren aus dem Covered-Bond-Markt der Eurozone lässt sich über die Statistiken zu den Orderbüchern am Primärmarkt für Euro-Benchmark-Covered-Bonds belegen. Die Anzahl der Kaufaufträge ist seit 2015 im Vergleich zu 2012 und 2013 deutlich geringer. Entsprechend steigt das durchschnittliche Volumen einer Kauforder. Das Verhältnis von Order- und Emissionsvolumen (Bid-Cover-Ratio) bei Neuemissionen legt außerdem ein insgesamt rückläufiges Investoreninteresse nahe, weil die Überzeichnungquoten, die aus der Bid-Cover-Ratio abgeleitet werden können, seit 2015 unter jenen der Jahre 2012 bis 2014 liegen. Dies gilt in ähnlicher Weise für CBPP3-fähige und nicht CBPP3-fähige Covered Bonds. Daraus und vor dem Hintergrund der gestiegenen

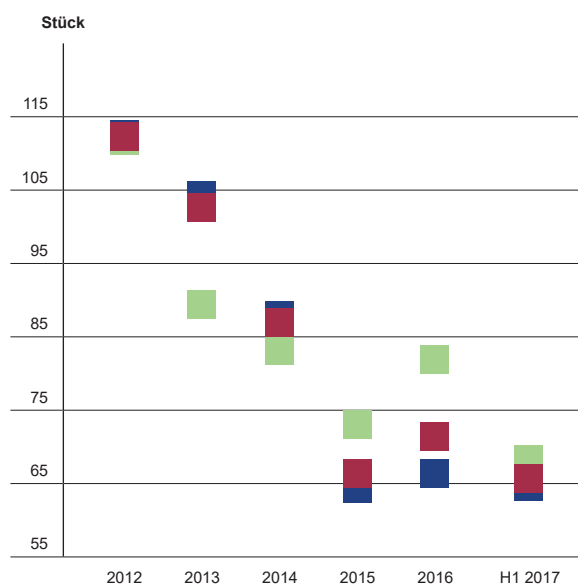
durchschnittlichen Volumina je Kauforder im Primärbuch lässt sich ableiten, dass vermutlich aufgrund der allgemein gesunkenen Risikoaufschläge vor allem kleinere Covered-Bond-Investoren aus dem Markt gedrängt wurden.



■ CBPP3-fähige Covered Bonds ■ Alle Covered Bonds
■ Nicht CBPP3-fähige Covered Bonds

Abbildung 16: Durchschnittliches Ordervolumen, Zahlen für Euro-Benchmark-Covered-Bonds

Quelle: The Cover, The Covered Bond Report, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research



■ CBPP3-fähige Covered Bonds ■ Alle Covered Bonds
■ Nicht CBPP3-fähige Covered Bonds

Abbildung 17: Durchschnittliche Orderanzahl bei Neuemissionen, Zahlen für Euro-Benchmark-Covered-Bonds

Quelle: The Cover, The Covered Bond Report, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

Wie oben dargestellt, lässt sich belegen, dass die EZB faktisch private Investoren aus dem Covered-Bond-Markt verdrängt. Auf Basis dieses Befunds stellt sich die Frage, welche Investorengruppen besonders von diesem Verdrängungsprozess betroffen sind. Die regelmäßig veröffentlichten Orderbuchstatistiken für Euro-Benchmark-Covered-Bonds geben Anhaltspunkte für die Beantwortung dieser Frage. In diesen Statistiken werden Zentralbanken wie die EZB üblicherweise mit anderen internationalen Zentralbanken und öffentlichen Institutionen wie der Weltbank sowie anderen supranationalen Instituten in einer Investorengruppe zusammengefasst. Daneben werden Geschäftsbanken, Vermögensverwalter und Versicherungen/Pensionsfonds als separate Investorengruppen ausgewiesen. Die Zahlen lassen aufgrund des Zuschnitts der Gruppen keine eindeutigen Schlüsse zu. Aus unserer Sicht lassen sich daraus dennoch Tendenzaussagen ableiten. Der Anteil an Zentralbanken und öffentliche Förderbanken sowie supranationale Institutionen zugeteilten Volumens in den Primärmarktbüchern für Euro-Benchmark-Covered-Bonds hat seit 2014 systematisch erkennbar zugenommen. Dies gilt aufgrund des Kaufprogramms der EZB für CBPP3-fähige Anleihen im besonderen Maße, lässt sich aber auch in abgeschwächter Form für alle anderen Anleihen feststellen. Dieses Phänomen lässt sich dadurch erklären, dass der Covered-Bond-Markt seit einigen Jahren immer internationaler wird. In den vergangenen Jahren haben beispielsweise Banken aus Australien, Kanada, Neuseeland und Singapur damit begonnen, auf Euro lautende Covered Bonds aufzulegen. Im Zuge dieser zunehmenden Globalisierung im Covered-Bond-Markt, die sich weiter fortsetzen dürfte, scheint auch die Akzeptanz öffentlicher Institutionen zu steigen, Währungs- und Liquiditätsreserven in Covered Bonds anzulegen. Insofern ist der allgemeine Anstieg in dieser Investorengruppe in den vergangenen Jahren plausibel. Der deutlich stärkere Anstieg seit 2015 von Zentralbanken und Förderbanken in den Orderbüchern von CBPP3-fähigen Anleihen ist auf den Einfluss der EZB zurückzuführen. Gleichzeitig lässt sich feststellen, dass der Anteil von Versicherungen und Banken im Vergleich zu Vermögensverwaltern nur leicht rückläufig ist. Für Versicherungen und Banken ergeben sich aus aufsichtsrechtlichen Gründen Anreize, in gedeckte Bankanleihen zu investieren. Covered Bonds genießen aufsichtsrechtliche Privilegien, beispielsweise geringere Risikogewichte zur Eigenkapitalunterlegung. Außerdem können Banken Covered Bonds auch für ihre Liquiditätsreserven nutzen. Diese

aufsichtsrechtlich motivierten Investoren sind im Vergleich zu Vermögensverwaltern weniger empfindlich gegenüber einem verringerten Risikoaufschlag und einem somit verringerten Renditeniveau bei Covered Bonds. Letzteres dürfte Vermögensverwalter überproportional aus dieser Anlageklasse gedrängt haben. Ob und wann sie zurückkehren, hängt von der Dauer der laufenden Käufe unter CBPP3 ab und davon, wie stark der Sekundärmarkt weiter an Liquidität verliert. Selbst wenn die EZB mit ihren Käufen über Nacht aufhört und die Risikoaufschläge von Covered Bonds wieder ansteigen, bleiben die Covered-Bond-Bestände auf der Bilanz der EZB für Anleger unerreichbar. Erst über weitere Neuemissionen werden sich im Laufe der Zeit wieder Geldanlagemöglichkeiten ergeben. Die von der EZB derzeit verdrängten, eher renditesensiblen Covered-Bond-Investoren dürften jedoch nur in den Markt zurückkommen, wenn ihre Ertragserwartungen erfüllt werden. Dies könnte durch ein allgemein steigendes Zinsniveau oder höhere Risikoaufschläge erfolgen. Bleiben die Zinsen aufgrund einer grundsätzlich weiter expansiven Geldpolitik der EZB in der Eurozone gering, müssten die Risikoaufschläge entsprechend steigen. Dies wiederum würde die Refinanzierungskosten der Covered Bonds emittierenden Banken erhöhen und dadurch die Attraktivität dieser Refinanzierungsquelle reduzieren. Es bleibt daher abzuwarten, ob Banken ohne CBPP3 weiter vermehrt Covered Bonds auflegen. Vor dem Hintergrund aufsichtsrechtlicher Anforderungen an Banken könnten diese in den kommenden Monaten ohnehin andere Refinanzierungsinstrumente priorisieren. Dazu könnte der Aufbau von weiteren unbesicherten und verlustbeteiligungsfähigen Verbindlichkeiten (Bail-in-fähigen Verbindlichkeiten) zählen.

Insgesamt dürften die negativen Effekte durch CBPP3 noch einige Jahre im Covered-Bond-Markt nachhallen. Dies rührt vor allem daher, dass die EZB angekündigt hat, die unter den Kaufprogrammen erworbenen Covered Bonds bis zur Fälligkeit zu halten. Darüber hinaus werden derzeit Rückflüsse im APP-Portfolio wieder für Anleihekäufe verwendet. Reinvestitionen im Covered-Bond-Markt würden zwar die Gefahr von Swap-Spread-Ausweitungen bei gedeckten Bankanleihen dämpfen. Gleichzeitig würde dadurch der Übergangszeitraum zur Normalisierung im Covered-Bond-Markt verlängert.

4.4 Unternehmensanleihen

Unternehmensanleihen sind im Vergleich zu anderen Anlageformen wie Staatsanleihen oder Aktien eine relativ junge Anlageklasse. In Europa gewannen Corporate Bonds im Grunde erst mit der Einführung des Euro im Jahr 1999 signifikant an Bedeutung. Bis dahin lag das gesamte Marktvolumen rückgerechnet nur im zweistelligen Milliarden-Euro-Bereich, so dass diese Anleihen bis 1999 eher als Nischenprodukt angesehen werden konnten. Dementsprechend spielten Unternehmensanleihen nur eine untergeordnete Rolle bei der Unternehmensfinanzierung. Mit der Einführung des Euro erfuhren sie ab dem Jahr 1999 allerdings einen deutlichen Schub: Innerhalb eines Jahres stieg das Marktvolumen um mehr als 100 Prozent und auch die Folgejahre brachten stetiges Wachstum.

In den Jahren 2005 bis 2008 verlor der Markt für Unternehmensanleihen dann zunächst wieder an Dynamik, bevor mit Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 der nächste große Wachstumsschub einsetzte. In einem ersten Schritt war dieses Marktwachstum eher aus der Not heraus geboren: Aufgrund der krisenbedingten radikalen Einschränkung der Kreditvergabe durch die Banken waren zahlreiche Unternehmen zur Liquiditätsbeschaffung dazu gezwungen, auf den Kapitalmarkt auszuweichen. Dabei mussten zum Teil drastische Renditeaufschläge geboten werden, um die Anleihen überhaupt am Markt platzieren zu können. Eines der Extrembeispiele in dieser Phase ist eine von der Daimler AG im Dezember 2008 begebene vierjährige Anleihe im Volumen von 1 Milliarde Euro mit einem Kupon von 9 Prozent.

Im Zuge extrem hoher Refinanzierungskosten kam es nach Ausbruch der Finanzkrise zu einem drastischen Anstieg der Ausfallraten im Segment europäischer High-Yield-Anleihen, also Unternehmensanleihen mit schlechter Bonität und entsprechend hohen Renditen, von unter 1 Prozent auf in der Spitze knapp 13 Prozent. In dieser Phase konnten die Investoren nur durch hohe Anreize zum Kauf von Unternehmensanleihen bewogen werden. Es handelte sich um einen klassischen „Käufermarkt“, in dem die Investoren die Bedingungen weitgehend diktieren konnten.

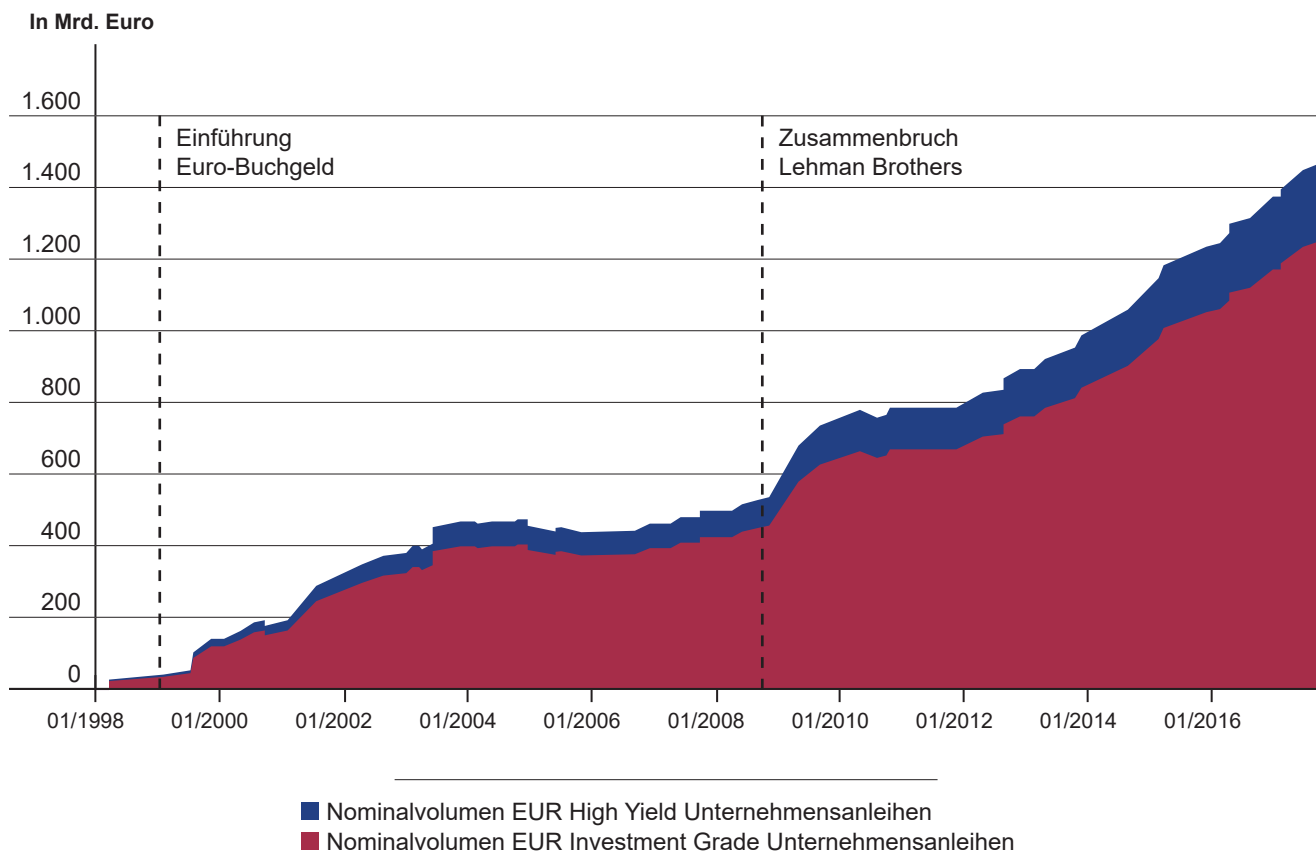


Abbildung 18: Marktvolumen europäischer Unternehmensanleihen

Quelle: Bloomberg, Berechnungen LBBW Research

Dies änderte sich allerdings in den Folgejahren sukzessive. Der globale Konjunkturerinbruch nach Ausbruch der Finanzkrise sorgte für einen signifikanten Rückgang der Renditen von Bundesanleihen, die als sicherer Hafen gefragt waren. Dieser Trend verstärkte sich noch im Zuge der sich anschließenden Staatsschuldenkrise im Euroraum. Anleihen von Emittenten mit sehr guter Bonität, wie Bundesanleihen, rutschten sogar in den negativen Renditebereich ab und verloren damit auf Investorensseite drastisch an Attraktivität. Dementsprechend waren die Anleger mehr und mehr dazu gezwungen, sich riskanteren Asset-Klassen zu öffnen, um noch eine gewisse Mindestrendite zu generieren. Von diesen Umschichtungen profitierte nicht zuletzt auch die Anlageklasse der Unternehmensanleihen, so dass das Marktwachstum der Folgejahre nicht allein von der Angebotsseite, sondern in immer stärkerem Maße auch von der Nachfrageseite getrieben wurde. Aufgrund der steigenden Nachfrage wandelte sich der Markt für Unternehmensanleihen sukzessive zu einem „Verkäufermarkt“, in dem die Unternehmen sich zu immer günstigeren Bedingungen refinanzieren konnten.

Im Zuge der verstärkten Regulierung im Bankensektor erfolgte in den Jahren nach Ausbruch der Finanzkrise ein Abbau der Risiken in den Bankbilanzen. Diese Risikoreduktion ging in den meisten Häusern mit einem drastischen Rückgang der Bilanzsumme einher. Durch den Wegfall von ganzen Geschäftsfeldern ging auch der Refinanzierungsbedarf der Banken deutlich zurück. In der Folge kam es zu einem markanten Rückgang an Emissionen von Senior-Bankanleihen, so dass das Angebot für die Investoren signifikant schrumpfte und nicht zuletzt auch deshalb ein Ausweichen auf andere Anlageklassen – auch auf Unternehmensanleihen – notwendig wurde. Aktuell liegt das Marktvolumen an auf Euro denominierten Unternehmensanleihen bei rund 1,4 Billionen Euro. Dies entspricht einem Anteil von 8,5 Prozent am Gesamtmarkt mit einem Anleihevolumen von 16,6 Billionen Euro, die sich zu diesem Zeitpunkt von Emittenten aus dem Euroraum im Umlauf befinden.

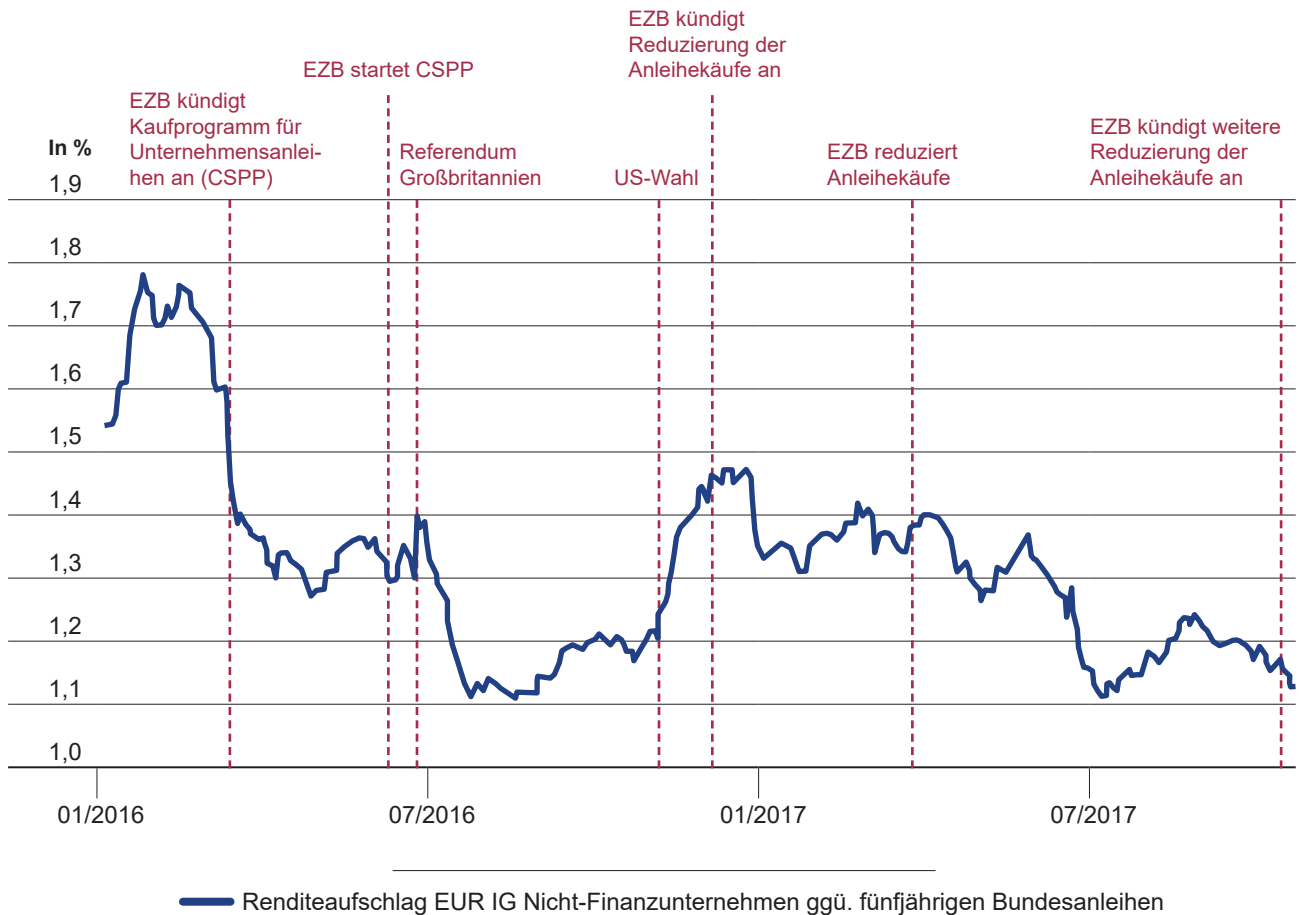


Abbildung 19: Risikoaufschlag von Unternehmensanleihen gegenüber Bundesanleihen

Quelle: Bloomberg, Berechnungen LBBW Research

Die steigende Nachfrage auf Investoreseite führte über mehrere Jahre zu einem deutlichen Rückgang der Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen. Nochmals verstärkt wurde dieser Trend mit der Ankündigung der EZB im März 2016, zukünftig auch Unternehmensanleihen anzukaufen. Sowohl bei der Verkündung des Kaufprogramms für Unternehmensanleihen (CSPP) als auch nach dessen Start im Juni 2016 gingen die Risikoaufschläge deutlich zurück – die Nachfrage und damit die Kurse der Anleihen stiegen deutlich.

Insgesamt bewegen sich die Refinanzierungssätze der Unternehmen nach wie vor auf niedrigem Niveau. Und von diesen attraktiven Rahmenbedingungen machen die Unternehmen rege Gebrauch. Dementsprechend überstiegen die Neuemissionen in den vergangenen Jahren jeweils deutlich die Fälligkeiten, was zu einem fortgesetzt dynamischen Marktwachstum führte. Im Jahr 2016 wurde mit 351 Milliarden Euro ein neuer Rekord bei den emittierten Euro-Unternehmensanleihen (Bruttovolumen) verzeichnet. Auch für das Jahr 2017 setzt sich diese Dynamik fast ungebrems fort: Zusammenfassend lässt sich damit mit Blick auf die Unternehmensfinanzierung konstatieren, dass insbesondere bei großen Unternehmen mit gutem Kapitalmarktzugang in den letzten Jahren ein verstärkter Trend „Loan-to-Bond“ feststellbar war, also eine sinkende Bedeutung der Refinanzierung über Bankkredite und eine steigende Bedeutung der Refinanzierung direkt über den Kapitalmarkt. Dementsprechend hätten Verwerfungen in diesem Marktsegment heute viel stärkere negative Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft als noch in den 1990er Jahren.

Nebenwirkungen des CSPP zeigten sich beispielsweise bei High-Yield-Anleihen. Nach Ankündigung des Kaufprogramms erfuhr dieses Segment eine deutlich stärkere Einengung der Risikoaufschläge als die Investment-Grade-Bonds, weil die Investoren offenbar bereits die zukünftig erwarteten Umschichtungen antizipierten. Ebenfalls nach der Ankündigung des CSPP rutschten einige Investment-Grade-Unternehmensanleihen sogar in den negativen Renditebereich ab und wurden damit von zahlreichen Anlegern endgültig von den Kauflisten gestrichen.

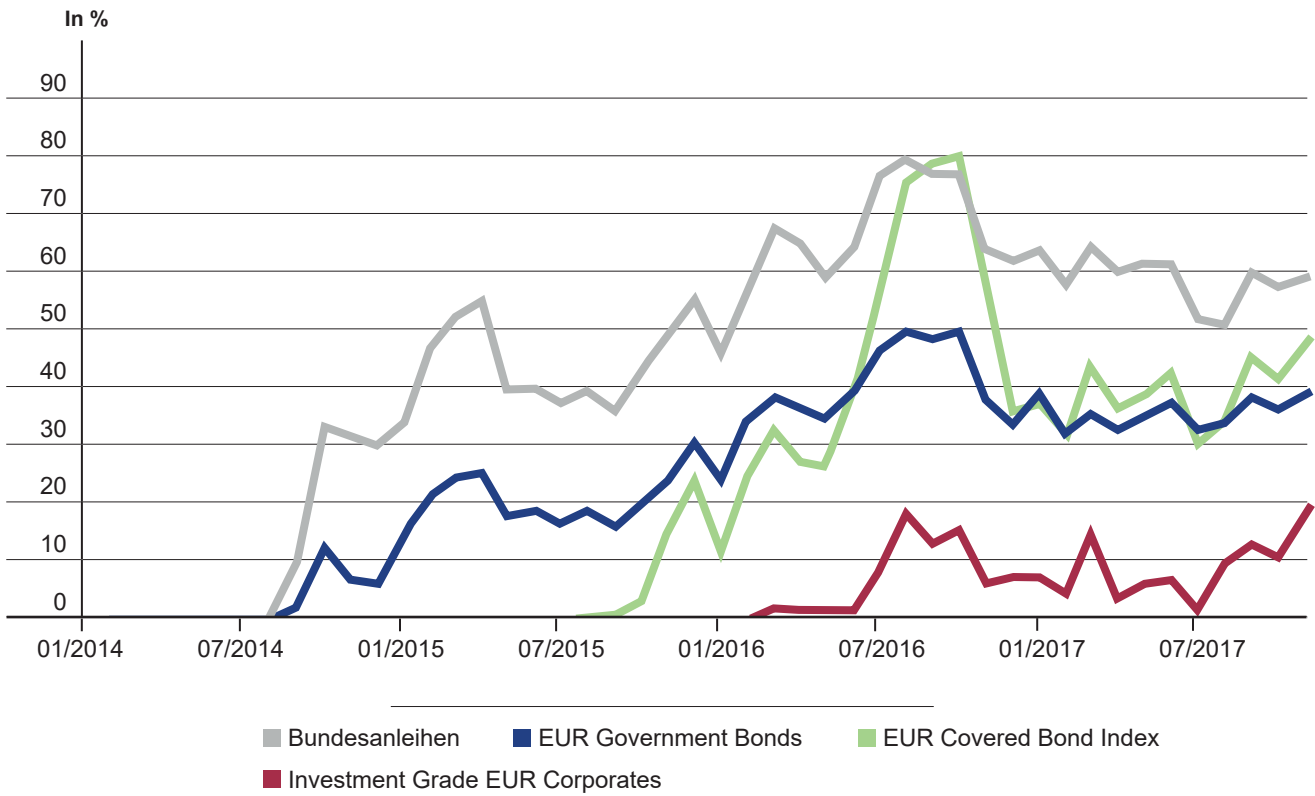


Abbildung 20: Anteil an Anleihen mit negativer Rendite

Quelle: Bloomberg, Berechnungen LBBW Research

4.5 Asset Backed Securities

Durch die Finanzkrise ist der europäische Verbriefungsmarkt mit bis zu 80 Prozent deutlich gravierender eingebrochen, als es dem teilweise erwünschten Wegfall diverser Structured-Credits-Produkte entsprochen hätte. Damit wurde letztlich der europäischen Realwirtschaft bzw. den finanzierenden Banken ein Refinanzierungspotenzial im Billionen-Euro-Bereich entzogen, mit erheblichen negativen Rückwirkungen auf die europäischen Volkswirtschaften.

Während das Verhältnis der Ankäufe durch das EZB-Programm (ABSPP) von Primär- zu Sekundärmarkt im ersten Jahr des Programms noch mit etwa 30 Prozent zu 70 Prozent ausfiel, entwickelt es sich inzwischen zu einer Quote von etwa 40 Prozent zu 60 Prozent. Der Primärmarkt gewinnt also zunehmend an Bedeutung, wenngleich der dominierende Beschaffungskanal der Sekundärmarkt ist. Ferner hat der Primärmarkt im Rahmen des ABSPP die höchste Quote und insofern eine deutlich stärkere Bedeutung als bei den drei anderen Teilprogrammen des APP. Leider macht die EZB hinsichtlich der von ihr angekauften Assetklassen/Euroländer für das ABSPP im Gegensatz zu anderen Programmen keine offiziellen Angaben. Nach unserer Marktkenntnis wurden in der Anfangsphase vor allem die volumenstarken und liquiden ABS-Segmente aus kerneuropäischen Staaten adressiert, also vor allem niederländische Hypotheken- und deutsche Auto-Verbriefungen. Im Jahr 2016 hat die EZB dann zunehmend auch Verbriefungen aus EU-Peripherie-Ländern angekauft. Dies dürfte allerdings vor allem der Angebotsverknappung in den risikoarmen Assetklassen aus Kerneuropa geschuldet sein und weniger auf eine Umorientierung im Sinne einer Fokussierung auf die Wiederbelebung der Verbriefungsmärkte in den krisengeschüttelten EU-Peripherie-Ländern hindeuten. Die Abbildung 21 stellt das kumulierte angekaufte ABS-Volumen, das wöchentliche Ankaufovolumen sowie die monatlichen Nettokäufe seit Start des ABSPP im November 2014 dar. Zum 31. März 2017 betrug der gesamte ABS-Bestand der EZB 24,19 Milliarden Euro. Bezogen auf das ausstehende europäische ABS-Volumen mit etwa 1,24 Billionen Euro beträgt die ABS-Bestandsquote der EZB gerade mal rund 1,9 Prozent. Insgesamt hat die EZB 2016 Nettoverbriefungen im Volumen von rund 7,5 Milliarden Euro hinzugekauft. Aufgrund der Primärmarktquote von 36,58 Prozent per Ende 2016 liegen die Nettozukäufe damit bei etwa 2,7 Milliarden Euro, was in Bezug auf das gesamte europäische ABS-Neuemis-

sionsvolumen 2016 von 234,1 Milliarden Euro ebenfalls nur geringen rund 1,2 Prozent entspräche. Allerdings liegen die Bruttoankäufe, bei denen noch die Amortisation auf den Bestand hinzukommt, mehrere Milliarden Euro höher. Dennoch taxieren wir den Anteil der EZB am europäischen ABS-Primärmarkt insgesamt nur auf bis zu 5 Prozent. Die durchschnittlichen monatlichen Nettokäufe am Primär- und Sekundärmarkt haben sich von rund 1,1 Milliarden Euro 2015 auf etwa 0,6 Milliarden Euro 2016 – zumindest im Primärmarkt gegen den allgemeinen Markttrend – nahezu halbiert. Im ersten Quartal 2017 haben sie sich um 160,8 Millionen Euro auf durchschnittlich 0,45 Milliarden Euro weiter reduziert. Die direkte Bedeutung der EZB für den ABS-Markt ist also rückläufig und in ihrer absoluten Höhe relativ gering. Dies verdeutlicht auch Abbildung 22 des wöchentlichen Ankaufvolumens über die bisher vier Phasen mit unterschiedlichen Größenordnungen des APP-Rahmenvolumens.

21

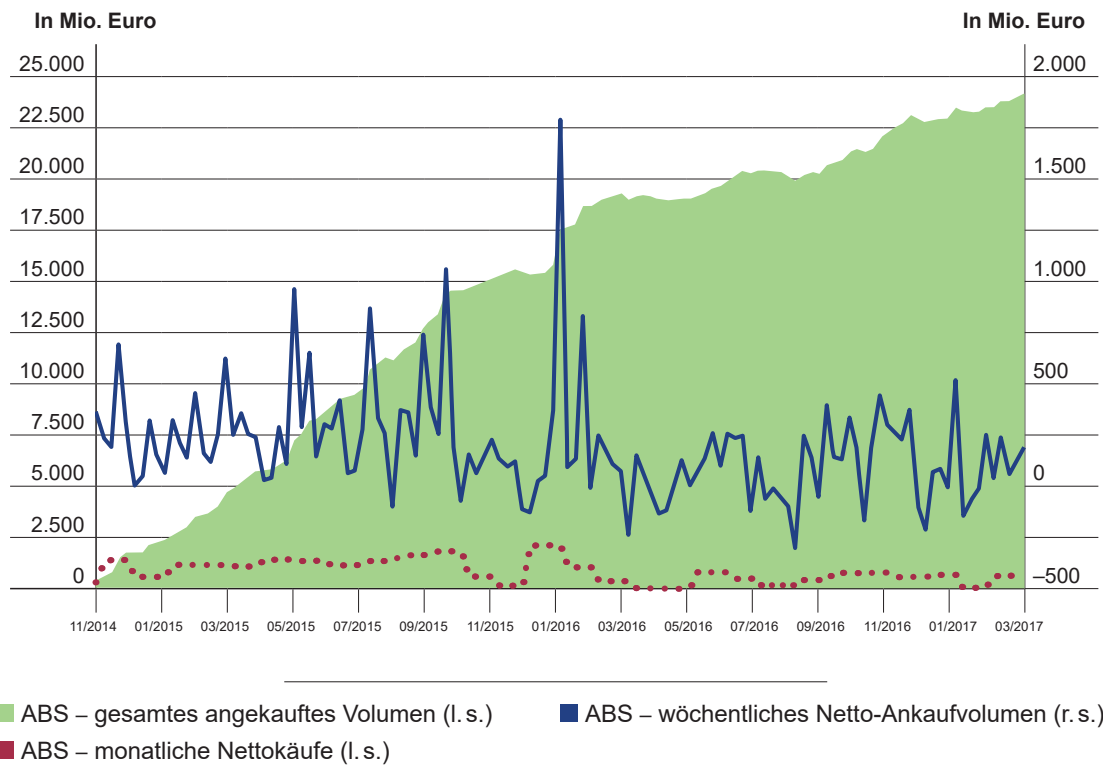


Abbildung 21: Entwicklung der verschiedenen ABS-Volumina im zeitlichen Verlauf
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

22

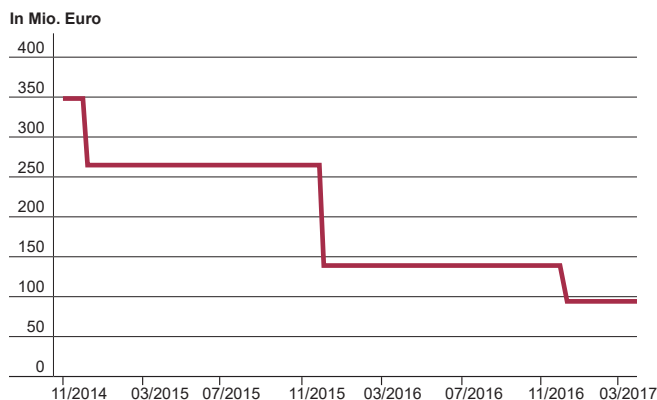


Abbildung 22: Wöchentliches durchschnittliches ABSPP - Ankaufsvolumen auf Jahresbasis seit Start des Programms
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

Wenngleich das angekaufte ABS-Volumen sowohl in seiner absoluten Höhe als auch in seiner Relation zum ausstehenden europäischen ABS-Bestand oder zum ABS-Neuemissionsvolumen gering ist, sollte die Bedeutung für den Verbriefungsmarkt dennoch nicht unterschätzt werden. Der bis dato eindeutigste Effekt zeigte sich in der Spread-Entwicklung. Bereits mit seiner Ankündigung hatte das ABSPP für Bewegung bei den Risikoaufschlägen gesorgt. Insgesamt lagen die Spread-Levels zum 31. März 2017 für alle Assetklassen zum Teil deutlich unter dem Niveau vor Ankündigung des ABSPP (vgl. Abbildung 23).

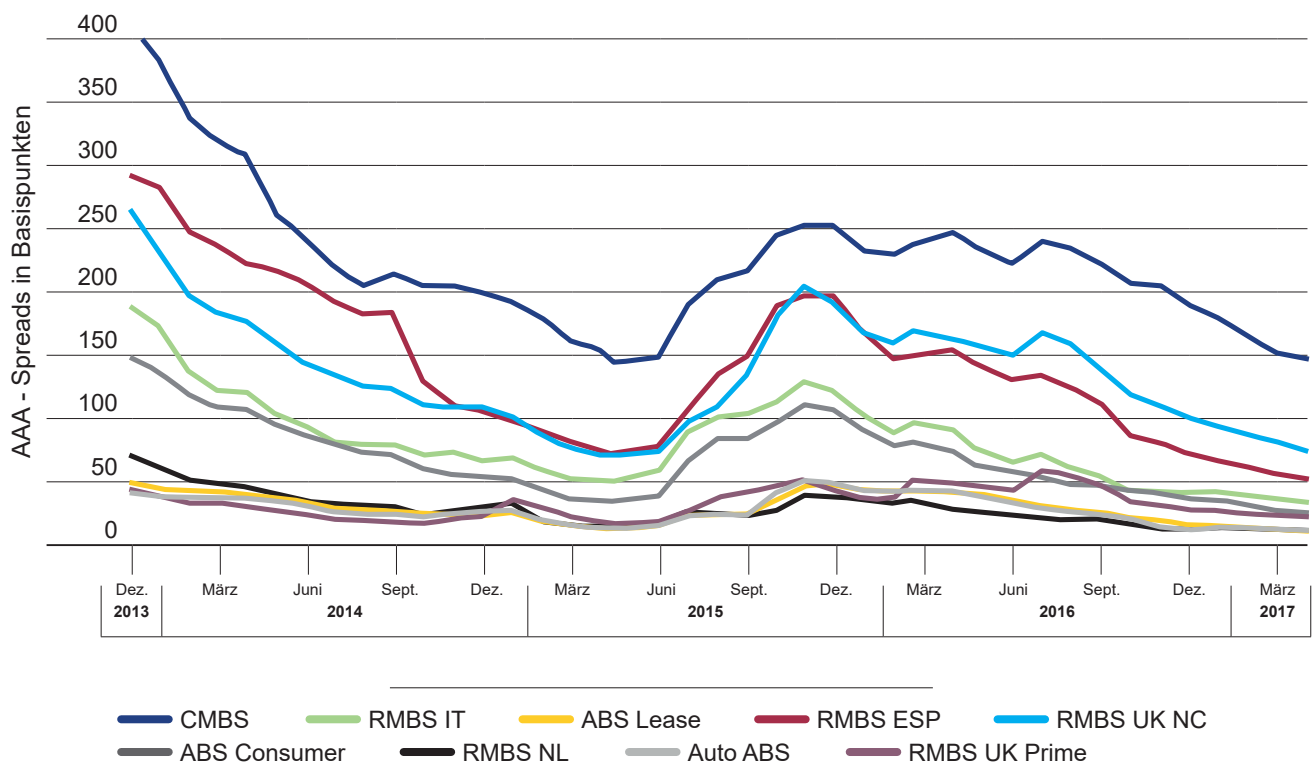


Abbildung 23: ABSPP treibt die Spreads nach unten: AAA-Spreads ausgewählter Assetklassen in Basispunkten
 Quelle: DZ BANK Research

Dies liegt unseres Erachtens weniger am eigentlichen ABS-Ankaufvolumen als vielmehr an der expansiven Geldpolitik der EZB und den hieraus resultierenden Spill-over-Effekten aus anderen (APP-fähigen) Anleihe-segmenten auf den ABS-Markt. Die EZB hat ihr Ziel erreicht, die ABS-Risikoaufschläge zu senken, um damit die Refinanzierungskosten für Banken zu reduzieren. Sie hat damit aber auch die Rendite für ABS-Investoren geschmälert. Investoren auf der Suche nach Rendite mussten daher auf nicht ABSPP-fähige Assetklassen ausweichen, deren Risikoaufschläge sich durch den Markteintritt der EZB nicht so stark eingeeengt hatten. Teilweise kauften die Investoren nachrangige Tranchen von risikoarmen ABS, manche zogen sich jedoch gänzlich aus dem ABS-Markt zurück. Daher wird die Frage nach der Verdrängung privater Investoren nicht nur, aber auch für das ABSPP heftig diskutiert. Ein Verdrängungseffekt wurde anfangs von EZB-Vertretern verneint, da dies seitens der EZB nicht beabsichtigt sei. Ein Blick auf die Entwicklung der Investorenverteilung seit Beginn des ABSPP lässt aber keinen Zweifel an einer Veränderung der Investorenbasis. So ist der Anteil „sonstiger Investoren“ deutlich zurückgegangen, „öffentliche Käufer“ sind hingegen neu am ABS-Markt erschienen und haben 2016 nach unseren Berechnungen einen Marktanteil von 16 Prozent beim platzierten Volumen erzielt. Der Anteil von Versicherungen ist über die Jahre konstant niedrig geblieben. Innerhalb der Kategorie „Fonds“ dürfte es deutliche Verschiebungen zwischen Geldmarktfonds, traditionellen Asset-Managern mit Rentenfonds sowie Hedgefonds gegeben haben, die allerdings schwer nachzuhalten sind.

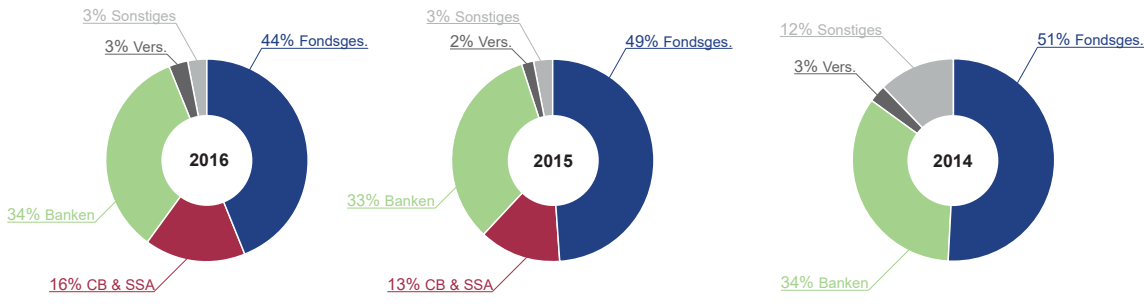


Abbildung 24: Europäischer ABS-Markt: Investorenanalyse nach Art des Investors
 Quelle: Informa, DZ BANK Research; Nota bene: CB & SSA = Central Banks & Supranational, Sub-Sovereign and Agencies = öffentliche Käufer

Von einer erhofften Ausweitung des ABS-Neuemissionsvolumens kann auch nur zu einem geringen Grad gesprochen werden. Zwar stieg das neu emittierte Volumen im Zeitraum von 2014 bis 2016 von 177 Milliarden Euro auf 234,1 Milliarden Euro an, aber der Großteil wird immer noch einbehalten (Platzierungsquote 2014: 48 Prozent; Platzierungsquote 2016: 40,2 Prozent) und ist dementsprechend für Investoren nicht erreichbar. Von einem funktionierenden europäischen ABS-Markt kann insofern trotz ABSPP nicht gesprochen werden. Betrachtet man die krisengeschüttelten ABS-Märkte in Spanien und Italien, wird hier immer noch nur ein Drittel oder weniger des Neuemissionsvolumens bei Investoren abgesetzt. Auch im volkswirtschaftlich bedeutsamen Segment der Verbriefungen für kleine und mittlere Unternehmen kann leider keine Entwarnung gegeben werden: Hier fiel die Vermarktungsquote im letzten Jahr mit einem Viertel noch schlechter als für den Gesamtmarkt aus und zeigt damit gegenüber 2014 kaum eine Verbesserung. Mit ihrer Geldpolitik entfacht die EZB zudem indirekte Wirkungen auf den ABS-Markt, deren Effekte den unmittelbaren Einfluss vermutlich deutlich überlagern. Hierzu zählt beispielsweise der Reputationsgewinn. Daneben sind aber auch ehemalige ABS-Investoren an den Verbriefungsmarkt zurückgekommen und viele Investoren sowie Handels-tische von Banken haben ihre ABS-Positionen vor allem mit Blick auf das ABSPP erst aufgebaut. Darüber hinaus bieten Verbriefungen aufgrund der zunehmend zum Marktstandard werdenden Nullkupongrenze einen gewissen Immuni-sierungsschutz gegenüber den aus der EZB-Geldpolitik resultierenden negativen Zinsen und profitieren so indirekt, indem sie aus Investorensicht an Attraktivität gewinnen.

5 Expansive Geldpolitik durch quantitative Methoden: mögliche Folgen der Marktaustrocknung

Während Notenbanken in der Vergangenheit eher indirekt durch die Preissetzung für Zentralbankgeld auf die Anleihe- und Kreditmärkte einwirkten, haben sie mit den Anleihekaufprogrammen eine neue Qualität von Markteingriffen flächendeckend zum Einsatz gebracht. Dieser Einsatz ist nicht marginal, sondern weitreichend: Im täglichen Marktgeschehen besitzen die Mitglieder des Europäischen Notenbanksystems mittlerweile in vielen Segmenten der europäischen Anleihemärkte eine marktbeherrschende Stellung, die aufgrund der höheren relativen Volumina deutlich stärker ausgeprägt ist als etwa die Stellung der Fed im US-amerikanischen Anleihemarkt (vgl. Kapitel 3). Damit hat die EZB direkte interventionistische Instrumente, die kurz nach Ausbruch der Finanzmärkte auf dem Geldmarkt entstanden sind, auf die Anleihemärkte ausgedehnt. Der unbesicherte Geldmarkt, also die kurzfristige und flexible Verteilung des im Bankensystem vorhandenen Zentralbankgeldes nach Knappheitsprinzipien in einem Marktprozess, war 2007 mangels Vertrauen der Kreditinstitute untereinander zusammengebrochen. Seither imitiert die Europäische Zentralbank den Geldmarkt durch die direkte Bereitstellung des Basisgeldes an die einzelnen Institute. Was im Fall des Geldmarktes – aufgrund einer dauerhaft gestiegenen Risikoaversion der Marktteilnehmer – notwendigerweise hinzunehmen ist, wirft am Anleihemarkt jedoch schwerwiegendere Fragen nach weiteren Auswirkungen auf. Neben den bereits analysierten positiven makroökonomischen Effekten treten auch problematische Folgen auf.

Im Gesamtüberblick haben solche weitgehende Eingriffe in das Finanzsystem, wie die großen Anleihekaufprogramme der EZB oder der Fed, Auswirkungen in viele Dimensionen. In die makroökonomische Dimension fallen die Wirkungen auf Zinssätze und auf den daran anschließenden geldpolitischen Transmissionsprozess hin zu Konjunktur und Inflation. Auch Verteilungswirkungen, etwa die Umverteilung von Sparern mit Bankeinlagen zu Schuldern, fallen in diese Kategorie. Mikroökonomische Wirkungen treten in einzelnen Segmenten der Kredit- und Wertpapiermärkte sowie in realwirtschaftlichen Sektoren auf, wenn Ressourcen-Allokationsmechanismen durch das Eingreifen der Zentralbank verändert werden. So wird etwa mehr gebaut, als dies ohne das Anleihekaufprogramm der Fall gewesen wäre, es werden Kapazitäten in der Schifffahrt, bei Stahlunternehmen oder in anderen schwächelnden Branchen aufgebaut oder am Leben gehalten (sogenannte „Zombi-Unternehmen“), die ohne die Zentralbankprogramme gar nicht mehr lebensfähig wären. Darüber hinaus hat die Erweiterung des Instrumentenkastens der Notenbanken mit unkonventionellen Maßnahmen wie Anleihekäufe bereits politökonomische Auswirkungen, etwa auf das Mandat der Notenbanken oder ihre Unabhängigkeit. Schließlich sind je nach zeitlicher Dimension kurz- und langfristige Wirkungen zu unterscheiden. Langfristige Auswirkungen sind naturgemäß unbekannt, angesichts der Tatsache, dass die Programme erst in den vergangenen Jahren großflächig zum Einsatz gekommen sind. Am weitesten sind noch die Analysen zu den makroökonomischen Wirkungen gediehen, da die Notenbanken auf diese in erster Linie abzielten. Hier überwiegt die Ansicht, dass durch die Anleiheprogramme die gewünschten Impulse bei Zinsen, Kreditvergabe, konjunktureller Entwicklung und Inflation durchaus gesetzt werden konnten (vgl. Kapitel 1). Über die negativen makroökonomischen und insbesondere über die mikroökonomischen Veränderungen aufgrund von QE ist hingegen bislang weniger berichtet worden. Wir verstehen die in dieser Studie gesammelten Beobachtungen als erste Ausgangspunkte, an die sich weitere Wirkungsanalysen anschließen könnten.

5.1 Allokation: mikroökonomische Risiken

Übte die Notenbank bislang Einfluss auf die Kapitalmärkte stets über den Geldmarkt aus, greift sie durch die neuen Maßnahmen wesentlich direkter in den Markt ein. Das untergräbt den Aufbau und die Aufgabenverteilung im zweistufigen Bankensystem, wie es sich seit Mitte des letzten Jahrhunderts herausgebildet hat. Demnach steuerte die Notenbank die makroökonomischen Trends der Entwicklung von Geld- und Kreditaggregaten sowie des breiten Zinsniveaus. Diese Instrumente reichten zumindest bis vor der Finanzkrise von 2008 aus, um das oberste Notenbankziel einer niedrigen Inflationsrate und damit der gängigen Definition von Preisstabilität zu erreichen. In die einzelne Kreditvergabeentscheidung soll die Notenbank in diesem Paradigma bewusst nicht eingreifen. Diese Entscheidungen

sollen einem wettbewerblichen Marktprozess unter Kreditanbietern, insbesondere den Banken, unterworfen sein. In diesem Prozess wird der Notenbank allenfalls die wichtige Funktion zugestanden, durch Überwachung der aggregierten Risiken aller Banken für die Stabilität des gesamten Systems zu sorgen. Aber auch bei dieser Tätigkeit bleibt die Einzelkreditsentscheidung außerhalb ihres Zuständigkeitsbereiches: Die mikroökonomischen Entscheidungen der Auswahl und Überwachung der Kreditnehmer sowie die Konditionen des einzelnen Kreditverhältnisses sollen nicht durch eine zentrale Behörde getroffen werden. Selbst vor dem Hintergrund der Stabilitätsprobleme und der Dysfunktionalitäten bei der Erzeugung und Zuteilung von Krediten durch das Bankensystem im Vorfeld der Finanzkrise 2007 halten wir es für sinnvoller, dass die makroökonomische und die mikroökonomische Aufgabenzuweisung bei der Erzeugung von Kreditverhältnissen getrennt werden.

Dieses Prinzip wird mit den Anleihekäufen der Notenbanken durchbrochen. Das neue Regime ist in hohem Maße interventionistisch, wobei die einzelnen Effekte nachzuverfolgen sind:

- Im Bereich der Staatsanleihen ermöglicht es eine Fortsetzung der zu hohen Verschuldung einiger Mitgliedstaaten, ohne Anreize für langfristig wachstumsfördernde Strukturreformen zu setzen. So ist in einer Reihe von Mitgliedstaaten die Belastung durch Zinszahlungen auf die Staatsverschuldung gesunken, obwohl sich die Schuldenquote weiter erhöht hat. Vor diesem Hintergrund fand in den vergangenen Jahren kaum eine Verbesserung der Angebotsbedingungen in den wachstumsschwachen Mitgliedsländern statt – mit Ausnahme von Spanien. Diese Beobachtung ist letztendlich eine Erweiterung des Gedankens, die Geldpolitik als Ersatz für funktionierende Angebotsbedingungen zu verwenden. Zwar kann hier die Geldpolitik nicht als Verursacher fehlender oder dysfunktionaler Rahmenbedingungen bezeichnet werden, sie behindert allerdings die aus der Budgetrestriktion der Staaten hervorgehenden Reformanreize, und zwar umso mehr und länger, je expansiver sie ausgestaltet ist.
- Im Unternehmenssektor kauft die EZB zwar nur Anleihen ab einer Mindestbonitätsstufe („Investment Grade“). Aber auch hiermit ermöglicht sie zum einen schwächeren Firmen eine Entwicklung, die ohne den Eingriff nicht möglich gewesen wäre, und setzt zum anderen für alle Firmen die Anreize zur Modernisierung ihrer Geschäftsmodelle herab. Das mag kurzfristig dem Stabilisierungsauftrag für Konjunktur und Märkte genügen, der dem QE-Programm zugrunde liegt. Es ist allerdings langfristig für die Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmenssektors schädlich. Dabei bleiben die Effekte der EZB-Interventionen nicht auf das Segment der Käufe beschränkt, sondern strahlen auf alle Anleihesegmente ab. Damit besteht die Gefahr, dass die übriggebliebene Differenzierung der Risikoprämien zu gering für einen funktionierenden Allokationsmechanismus ist.

Die Markteingriffe der EZB sind so dominierend, dass die Finanzmarktpreise auf wirtschaftliche oder politische Risiken nicht mehr adäquat reagieren. Auf diese Weise wirkt die Geldpolitik strukturkonservierend. Das Aufrechterhalten alter Wirtschaftsstrukturen kostet Wachstum. Die Förderung alteingesessener Unternehmen behindert die Bildung neuer Unternehmen und verhindert damit das qualitative und quantitative Wachstum, das neue Unternehmen für eine Volkswirtschaft bedeuten. Denn wirtschaftlicher Wandel wird viel stärker durch die disruptiven Wirkungen neuer Unternehmen vorangetrieben als durch den Versuch bestehender Unternehmen, einen beobachteten Strukturwandel nachzuahmen.

Ein Vorteil der Wertpapierfinanzierung gegenüber der Bankfinanzierung ist ferner die Fungibilität der Kreditverhältnisse, die ein größeres Kapitalangebot induzieren soll. Das Instrument zur Sicherstellung dieser Fungibilität sind funktionierende Märkte. Die Dominanz, die das Zentralbankensystem an den Märkten für europäische Staatsanleihen und private Anleihen ausübt, untergräbt diese Marktfunktionen. Eine steigende Spanne zwischen Angebots- und Nachfragepreisen seit 2015 (Geld-/Briefspannen) insbesondere bei Unternehmensanleihen ist hierfür ein Beleg. Nach Erfahrung von institutionellen Marktteilnehmern haben größere Transaktionswünsche immer häufiger Teilausführungen oder erhebliche Einflüsse auf die Kurse zur Folge. Die Anzahl größerer Transaktionen nimmt damit ebenso wie die Durchschnittsvolumina des Handels an den Anleihemärkten ab.

Sinkende Liquidität ruft eine erhöhte Volatilität bei den Preisen hervor. Dies wiederum führt dazu, dass schon geringe Komplikationen am Markt ausreichen, um die Liquidität vollständig austrocknen zu lassen. Die bislang relativ ruhige Entwicklung bei der Marktvolatilität ist hauptsächlich mit der erwartungsgemäßen unauffälligen Entwicklung von Konjunktur und Inflation in den vergangenen beiden Jahren zu erklären. Die potenziell angespannte Liquiditätslage hat sich in der Vergangenheit eher in kürzeren Volatilitätsspitzen gezeigt, die durch eher mindere Anlässe die Märkte für kurze Zeit in Atem gehalten hat (Flash Crashes). Der Test der Anleihemärkte auf eine schwerwiegendere konjunkturelle Verwerfung steht noch aus.

Diese Beobachtungen deuten darauf hin, dass die Sekundärmarktfunktion der Anleihemärkte und damit eine wesentliche Eigenschaft der Anleihefinanzierung gestört sind.

5.2 Funding und Verschuldungsentwicklung: makroökonomische Risiken

Fehlentwicklungen durch die Markteingriffe sind aber nicht nur in mikroökonomischen Dimensionen zu diskutieren, nach denen wirtschaftliche Ressourcen in sich nachträglich als falsch herausstellende Verwendungen gelenkt werden, sondern auch in aggregierten Zusammenhängen, also etwa bei Aufbau und Struktur neuer Schuldverhältnisse. Die breitflächigen Interventionen der Euro-Zentralbanken am Markt für Unternehmensanleihen, für gedeckte Bankschuldverschreibungen und für ABS-Papiere führten zu erheblichen Verbesserungen der preislichen Verschuldungskonditionen an diesen Märkten. Die Abstände der Renditen von Unternehmensanleihen mittlerer Bonität zu sicheren Anleihen (Spreads) sind von Anfang 2016 von 600 auf 220 Basispunkte im Juli 2017 zurückgegangen. Dabei sind alle Arten von Risikoprämien für diese Schuldinstrumente komprimiert worden. Während sich für die Richtung, also den Rückgang bei den Risikoprämien gegenüber den Phasen der akuten Finanzkrise, durchaus einige Gründe anführen lassen, wie etwa das konjunkturell gesunkene Ausfallrisiko oder die bei fest verankerten Inflationserwartungen gesunkenen Inflationsrisikoprämien, erscheint das Ausmaß der Spread-Kompression nach allen historischen Maßstäben übertrieben.

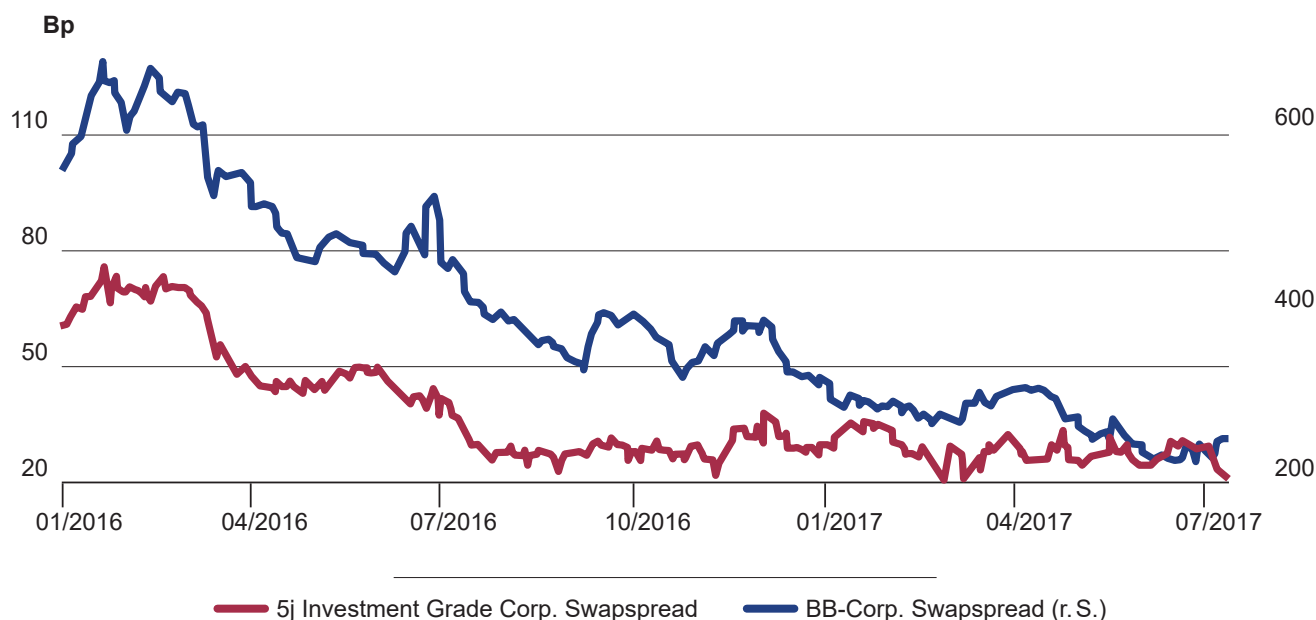


Abbildung 25: Rückgang der Risikoprämien für Investment-Grade- und Sub-Investment-Grade-Anleihen

Quelle: Bloomberg, Berechnungen DekaBank

Finanzmarktpreise dienen der Wirtschaft als Signalgeber: Sie drücken zum einen aus, in welchen Sektoren, Regionen oder Unternehmen die Beobachter Chancen und in welchen sie Risiken sehen, und zum anderen determinieren sie, in welchem Umfang Investitionen durchgeführt werden. Naturgemäß sind dies bei Zinsen nahe am Nullpunkt erheblich mehr Investitionsprojekte als bei höheren Nominalzinsen. Je länger diese Phase anhält, desto mehr Investitions-

entscheidungen beruhen auf der Erwartung, dass Konditionen auch in der Zukunft gleich bleiben. So könnten etwa derzeit die Ausfallwahrscheinlichkeiten in den Risikoprämien für Unternehmensanleihen systematisch unterschätzt werden. Die Folge: Die Robustheit von Investitionsentscheidungen gegenüber Zinsschwankungen geht zurück. Denn die Aussagen der niedrigen Risikoprämien beruhen auf einem Zirkelschluss. Nur solange das Zinsniveau durch die Notenbank niedrig gehalten wird, bleiben die Ausfallraten niedrig und rechtfertigen damit die geringen Risikoprämien. Die damit einhergehenden systematischen Fehlentscheidungen fallen erst auf, wenn die Extremzinsphase endet. Insbesondere der Immobiliensektor ist für solche Entwicklungen prädestiniert.

Insgesamt können diese Bedingungen zu neuen Übertreibungen bei der Verschuldung im Unternehmenssektor führen, die erst dann ans Tageslicht geraten, wenn sich die Zinssätze wieder normalisieren, sich die Konjunktur in die nächste Abwärtsbewegung begibt oder – was meistens der Fall ist – beides gleichzeitig geschieht. Je länger die Phase der nach unten verzerrten Finanzierungsbedingungen anhält, desto größer wird die Gefahr, dass damit der Boden für die nächste Finanzkrise bereitet wird. Während es seit 2007 in einigen Sektoren der fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu einer Beruhigung der Verschuldungsintensität gekommen ist (etwa bei den privaten Haushalten in den USA), überwiegt doch die Tendenz zum weiteren Verschuldungsaufbau. Über die gesamte Weltwirtschaft hinweg ist die Verschuldung von Staaten und privaten Sektoren seit Ausbruch der Finanzkrise auch relativ zum Bruttoinlandsprodukt weiter angestiegen: von 276 Prozent im Jahr 2007 auf 327 Prozent im ersten Quartal 2017.

Auch Banken bei der Kreditvergabe und Anleger bei Finanzinvestitionen tendieren durch negative Zinsen bei ihren sicheren Anlagen zu mehr Risiken. So hat sich etwa die Emission und die Aufnahme von Schuldscheindarlehen in die Bankportfolios in den vergangenen Jahren massiv erhöht. Weiterhin wird Mitte 2017 eine deutlich erhöhte Aktivität bei der Emission von Anleihen im sogenannten Junk-Bond-Bereich (Ratingklasse CCC+ oder darunter) gemeldet. Dabei verwenden Unternehmen die aufgenommenen Mittel teilweise für Ausschüttungen an die Anteilseigner. Selbst in krisengeplagten Branchen wie der Containerschifffahrt ist festzustellen, dass Marktteilnehmer immer mehr Fremdmittel zu immer besseren Konditionen aufnehmen. Das sind deutliche Anzeichen für Überhitzungen in einzelnen Marktsegmenten: Fremdfinanzierungen, die nicht in Form von neuen Investitionen der künftigen Ertragskraft eines Unternehmens zugutekommen, schwächen diese eher. Als Konsequenz hieraus steigt die Anfälligkeit des Finanzsystems wieder gegenüber höheren Ausfallraten, etwa im Fall einer Rezession.

Eine weitere Entwicklung im europäischen Finanzierungssektor als Reaktion auf die Anleiheprogramme der EZB ist die Verdrängung des Bankkredits zugunsten der Anleihefinanzierung. Das trendmäßige Wachstum der ausstehenden Volumina an Unternehmensanleihen hat sich insbesondere seit 2012 beschleunigt. Damit hat sich der Anteil der Schuldverschreibungen an der Verschuldung von 8 Prozent 2008 auf 16 Prozent 2016 verdoppelt. Eine Schwächung der Finanzintermediäre bei der Finanzierung von Unternehmen ist nicht generell negativ; Bankfinanzierung und Anleihefinanzierung haben beide Vor- und Nachteile, so dass eine Mischung der beiden Finanzierungskanäle durchaus sinnvoll ist. Allerdings kommt die Entwicklung zunehmender Anleihefinanzierung nur großen Unternehmen zugute. Nur diese sind in der Lage, Mittel über den Kapitalmarkt aufzunehmen, weil die Transaktionskosten der Anleihefinanzierung kleine und mittlere Unternehmen (KMU) überfordert. KMU, insbesondere in den europäischen Peripheriestaaten, profitierten allenfalls indirekt, insofern die Anleiheprogramme eine verbesserte Vergabe von Bankkrediten in diesen Euro-Ländern ermöglichten. Da die KMU für die europäische Wirtschaft sehr bedeutend sind, wäre eine breite Bewegung weg von der Bankenfinanzierung, etwa durch eine Schwächung der regionalen Bankkapazitäten, extrem schädlich.

5.3 Crowding Out und sichere Assets

Problematisch ist der massenhafte Anleiheaufkauf durch die Notenbanken vor allem für die Altersvorsorgeeinrichtungen. Alle Formen der Altersvorsorge mit garantierten Leistungszusagen leiden darunter, dass die extreme Geldpolitik die an den Finanzmärkten realisierbaren Renditen unter die in der Vergangenheit plausiblen und daher unter die den Leistungsversprechen der Vorsorger zugrunde liegenden Werte drückt. Man sollte hier differenzieren: Für

diese Probleme in der kapitalgedeckten Altersvorsorge ist generell das Niedrigzinsumfeld verantwortlich, das nicht ausschließlich den Notenbanken zuzuschreiben ist, sondern seine Ursachen auch in einem weltweit strukturellen Kapitalüberschuss hat. Die Frage lautet daher eher, inwieweit die Strategie der quantitativen Lockerung diese Lage noch verschärft und welche mikroökonomischen Auswirkungen die Veränderungen an den Anleihemärkten auf die Vorsorgeeinrichtungen haben.

Der massenhafte Aufkauf von langlaufenden Wertpapieren, insbesondere Staatsanleihen, bringt zunächst eine Verschiebung der Anlagestruktur von Versicherern mit sich. So ist der Anteil von Unternehmensanleihen sowie anderen Anleihearten an den Kapitalanlagen der Lebensversicherer angestiegen. Im Gegenzug wurde das Engagement in Bankanleihen und Pfandbriefen vermindert. Weitere Veränderungen waren eine stärkere internationale Streuung von Finanzanlagen, die leichte Ausweitung von Aktienbeständen sowie die Aufnahme neuer Anlageklassen wie Infrastruktur- oder Baufinanzierungen. Insgesamt hat sich die Ausrichtung der Anlagen auf die Wirtschaft erhöht – und damit auch die Schwankungsanfälligkeit der Kapitalanlagen.

Das verhindert jedoch nicht, dass die durchschnittlichen Renditen der Kapitalanlage von Lebensversicherern oder Pensionskassen sinken. Bei Pensionskassen können daher Finanzierungsdefizite auftreten, die entweder durch Eigenkapital ausgeglichen werden oder zu Kürzungen der Leistungen aus der Altersvorsorge führen müssen. Bei sogenannten beitragsbetonten Altersvorsorgeplänen (DC-Plänen) werden in Zukunft die Leistungskürzungen vorherrschen, und zwar durch geringere Ablaufleistungen und teurere Annuitäten. Bei ausschüttungsgarantierten Plänen (DB-Plänen) sind dagegen die Sponsoren stärker in der Pflicht. Bei vielen Unternehmen der Realwirtschaft mit Pensionszusagen führt dies bereits jetzt dazu, dass erhebliche Mittel der Stärkung von Finanzierungsquoten der Altersvorsorgeeinrichtungen zugeführt werden müssen, die dann für Investitionen in das Geschäftsmodell fehlen.

Pensionsfonds können auf diese Probleme nur begrenzt reagieren. Da Altersvorsorgeunternehmen dem Prinzip der unternehmerischen Vorsicht unterliegen, fallen viele Anlagemöglichkeiten mit höheren Renditen, aber dafür auch höheren Schwankungsrisiken, aus dem Anlageuniversum heraus. Bewegungsmöglichkeiten ergäben sich hier lediglich dann, wenn durch Politik und Gesetz eine stärkere Schwankung von lebenslang erworbenen Alterssicherungsleistungen akzeptiert würde.

Ein solcher Politikwechsel bei den Anforderungen an Altersvorsorgemechanismen ist nicht zu erwarten. Daher bleibt es auf absehbare Zeit bei einer hohen Nachfrage nach sicheren Anlageformen. Selbst ohne den massenweisen Aufkauf von Staatsanleihen durch die Notenbanken dürfte das Angebot an sicheren Anleihen mit dieser Nachfragesteigerung nicht mithalten können. Dazu ist die Verschuldungslage der Emittenten solcher Anlagen (im Wesentlichen staatliche Einrichtungen der leistungsfähigen Industrieländer) bereits zu stark ausgereizt. Der strukturelle Mangel an sicheren Assets wird durch die Anleiheprogramme nochmals massiv verstärkt.

Wenngleich die kapitalgedeckte Altersvorsorge weiter funktionsfähig ist, sind doch Anpassungen des bisherigen Rahmens notwendig, sei es bei der (zumindest temporären) Erweiterung des Anlageuniversums oder durch Veränderungen der Bewertungsmechanismen von Anlagen und Verpflichtungen. Je länger diese geldpolitische Umgebung bestehen bleibt, desto eher müssen Ablaufleistungen reduziert werden.

5.4 Fazit

Beurteilt man die Anleiheprogramme, ist es ratsam, zwischen den Effekten einer generellen Niedrigzinswelt und den eigentlichen Auswirkungen der Anleihekäufe zu unterscheiden. In einer Welt mit demografisch bedingten niedrigen Wachstumsaussichten, mit einer aus Fehlentwicklungen in der Vergangenheit übernommenen hohen Schuldenlast von Staaten, Unternehmen und Haushalten und mit einem weltweit strukturellen Überschuss von Kapitalangebot über Kapitalnachfrage kann sich keine Zentralbank einem ausgeprägten Niedrigzinsumfeld entziehen. Zu diskutieren ist vielmehr, ob die Notenbanken mittels drastischer Marktinterventionen dieses Umfeld ausweiten mussten, wie es in den Vereinigten Staaten, in Japan und in der Eurozone gegenwärtig der Fall ist. Uns scheinen bislang zwei Erfahrungen bedeutsam: Zum einen verschärfen die Ankaufprogramme die Niedrigzinsumgebung deutlich und verstärken da-

durch die Auswirkungen. Die Reaktionszeiten zur Abfederung unerwünschter Effekte verringern sich dadurch. Zweitens führt das intensive Engagement der Notenbanken am Anleihemarkt zu Fehlentwicklungen, deren Ausmaß eine Funktion der Zeit ist. Ein dauerhaftes Außerkraftsetzen der Funktion von Anleihemärkten führt zu Fehlallokationen und damit zu Stabilitätsgefahren für die Zukunft. Alle diese Effekte nehmen im Zeitablauf zu. Ziel muss es daher sein, das interventionistische System, das sich in der Abwehr von Extrembelastungen des Finanzsystems nach der Finanzkrise herausgebildet und bewährt hat, in absehbarer Zeit wieder in ein marktbasierendes System unter Überwachung der Notenbanken zurückzuführen – selbst wenn die Notenbankbilanzen nicht dieselbe Größe wie vor der Finanzkrise haben werden.

6 Ausblick: QE-Exit

6.1 Starke Argumente für eine dauerhaft höhere Bilanzsumme der EZB

Welches Volumen wird die EZB-Bilanz – die konsolidierte Bilanz aller Euro-Notenbanken (Eurosystem) – und damit die Liquiditätsversorgung im Euroraum nach einem QE-Exit mittelfristig haben? Eine Reihe von Argumenten spricht für eine nachhaltig höhere Notenbankbilanz, die deutlich über dem Niveau der Vorkrisenzeit liegen wird.

- 1) So dürfte die Liquiditätspräferenz von Banken, Haushalten und Unternehmen strukturell höher liegen. Um das gleiche Maß an Wirtschaftsleistung zu finanzieren, ist dann ein höheres Niveau an Notenbankliquidität notwendig. Hintergrund ist, dass die Bereitstellung von Kapital und Liquidität über den Finanzmarkt im Euroraum eingeschränkt und die Abhängigkeit des globalen Finanzmarktes und der Wirtschaft von den Notenbanken erhöht bleiben dürfte.
- 2) Aufgrund des niedrigeren Zinsniveaus dürften quantitative Maßnahmen (unter anderem QE-Programme) künftig ein aktiver genutztes geldpolitisches Instrument der EZB sein, was ebenso für eine strukturell höhere Bilanzsumme spricht.
- 3) Schließlich hat die Rolle des Euro als globale Reservewährung zugenommen, was für eine strukturell erhöhte Nachfrage nach Euro(-Bargeld) aus dem Nicht-Euro-Ausland spricht.

Für eine künftig niedrigere Bilanzsumme spricht, dass die Fremdfinanzierung von Unternehmen im Euroraum in stärkerem Maße über den Kapitalmarkt laufen wird und die Bedeutung der bankbasierten Finanzierung insgesamt sinkt. Gleiches gilt, wenn die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes durch eine fortschreitende Digitalisierung vor allem im Zahlungsverkehr wieder zulegt. Beides wirkt dem Rückgang des Geldschöpfungsmultiplikators entgegen.

6.2 Passivseite: Zielvolumen der EZB-Bilanz von 2.500 Milliarden Euro realistisch

Insgesamt überwiegen klar die Argumente für eine strukturell höhere EZB-Bilanzsumme. Dies unterstreicht ein Blick auf die Entwicklung der Passivseite der EZB-Bilanz, welche die Verwendung des Zentralbankgeldes im Euroraum beschreibt. Die Struktur der Passivseite legt nahe, dass eine Rückführung auf Vorkrisenniveau wenig wahrscheinlich ist. Denn nicht nur die (Überschuss-)Reservehaltung der Banken bei den Notenbanken ist seit Beginn der Krise deutlich gestiegen. Auch die Bargeldhaltung hat erheblich zugelegt. Vor allem aber sind die unter „Sonstige Einlagen“ registrierten Posten seit Beginn der Krise deutlich gestiegen. Hierzu gehören unter anderem Einlagen der öffentlichen Hand, anderer Notenbanken und internationaler Organisationen beim Eurosystem. Während die Reservehaltung der Banken bei einem QE-Ausstieg zum Großteil und relativ geräuschlos wieder abgebaut werden dürfte, ist eine vollständige Rückführung der Bargeldhaltung wie auch der „Sonstigen Einlagen“ auf Vorkrisenniveau nicht realistisch bzw. hätte erhebliche negative wirtschaftliche Konsequenzen. Auch wenn Schätzungen zur Stärke der oben beschriebenen Effekte auf die künftige Bilanzhöhe mit großer Unsicherheit behaftet sind, erachten wir für die Jahre nach der Normalisierung ein Zielvolumen der aggregierten Bilanz des Eurosystems im Bereich von 2.500 Milliarden Euro für realistisch. Damit würde die Bilanzsumme etwa 2.500 Milliarden Euro unter dem zu erwartenden Höchststand nach dem Ende der QE-Käufe liegen, was einer Halbierung der Liquiditätsversorgung im Euroraum entspräche. Im Vergleich zur Vorkrisenzeit würde sich die Bilanz dennoch etwa um 1.000 Milliarden Euro erhöhen.

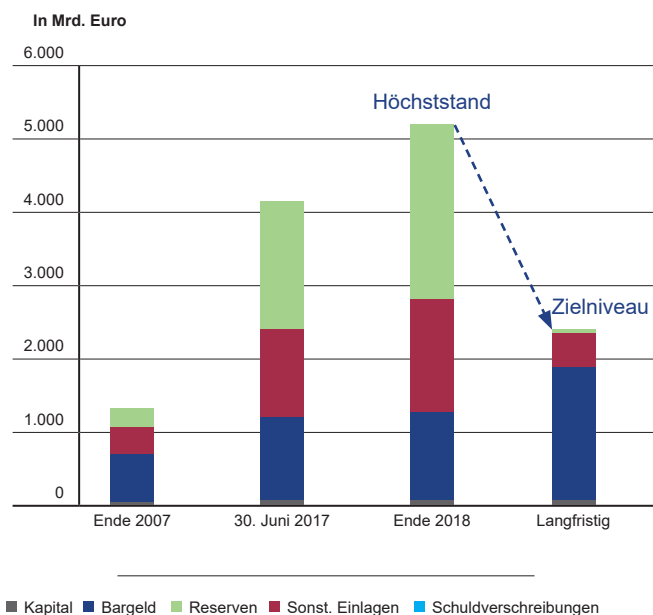


Abbildung 26: Halbierung der EZB-Bilanz zu erwarten

Quelle: EZB, Datastream, BayernLB Research

6.3 Aktivseite: QE-Portfolio dürfte nur zu etwa 60 Prozent wieder abgebaut werden

Die Effekte eines QE-Exits auf die Asset-Klassen hängen neben der Höhe der künftigen Bilanz auch maßgeblich von deren Struktur auf der Aktivseite ab. Denn diese gibt vor, in welchem Maße die verschiedenen Wertpapierportfolios der EZB reduziert werden (müssen). Hinsichtlich der künftigen Bilanzstruktur sehen wir zwei grundsätzliche Szenarien.

- 1) Das Eurosystem könnte auf der Aktivseite in die Struktur der Vorkrisenzeit zurückkehren und die Bereitstellung von Liquidität künftig wieder primär über kurz- und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte steuern. Die QE-Wertpapierbestände würden im Zuge des Exits vollständig abgebaut.
- 2) Das Eurosystem könnte an der aktuellen Struktur der Bilanz festhalten und die Bereitstellung von Liquidität auch längerfristig in einem erheblichen Ausmaß über Wertpapierbestände – über Käufe und Verkäufe – steuern. In diesem Szenario („neue Welt“ bzw. „Amerikanisierung der Geldpolitik“) würde das Eurosystem in hohem Umfang Wertpapiere für geldpolitische Zwecke halten.

Wir halten das zweite Szenario für realistischer und gehen davon aus, dass die bis zum Ende des QE-Taperings aufgebauten Wertpapiervolumina in Höhe von gut 3.000 Milliarden Euro nur zu etwa 60 Prozent abgebaut werden. Damit verbliebe ein Wertpapierportfolio in Höhe von etwa 1.000 Milliarden Euro strukturell in der EZB-Bilanz.

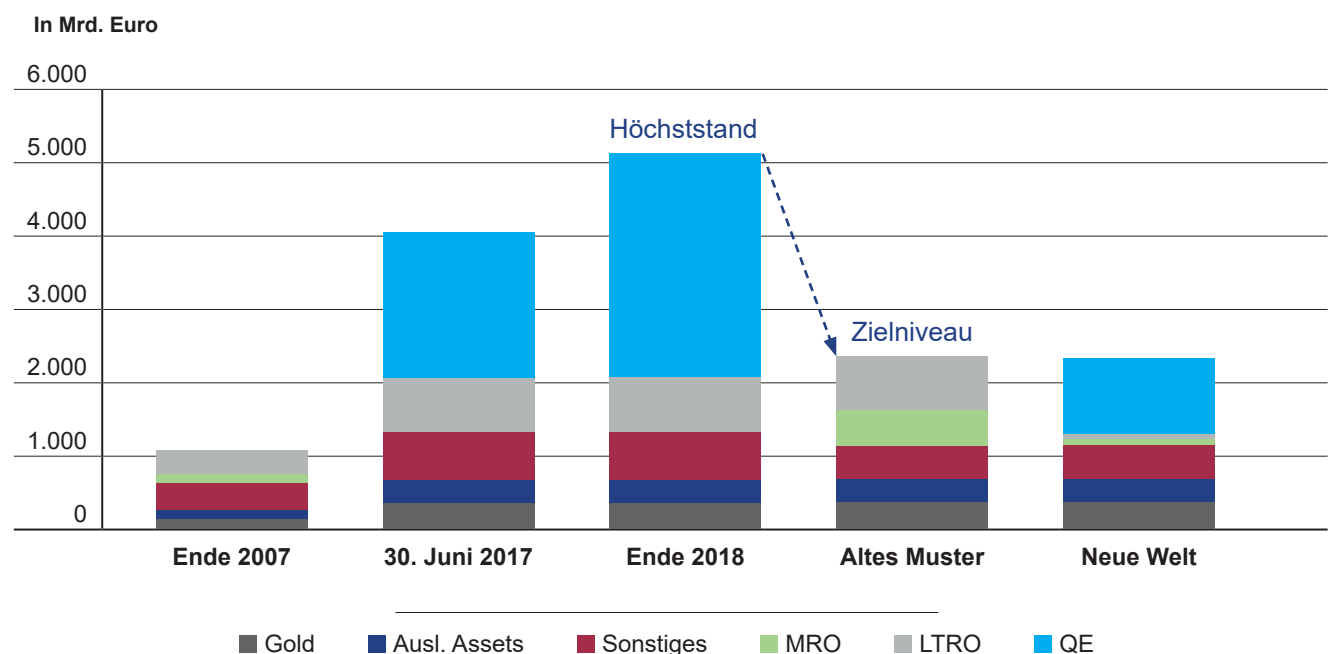


Abbildung 27: Zurück zu altem Muster oder auf in die neue Welt?

Quelle: EZB, Datastream, BayernLB Research

6.4 Öffentliche Anleihen bleiben dauerhaft in der EZB-Bilanz

Ebenso entscheidend für die Marktreaktion auf den Exit ist die Zusammensetzung des strukturellen Wertpapierportfolios nach Asset-Klassen. Die EZB dürfte nach US-Vorbild bestrebt sein, mittelfristig lediglich bonitätsstarke Assets für geldpolitische Zwecke in der Bilanz zu halten. Dies spricht für einen vollständigen Abbau der Bestände an Unternehmensanleihen und ABS-Papieren. Dagegen dürften öffentliche Anleihen und gegebenenfalls Covered Bonds im Volumen von gut 1.000 Milliarden Euro in der Bilanz verbleiben. Hier dürfte die EZB bestrebt sein, einen möglichst hohen Anteil an supranationalen Institutionen, wie dem Europäischen Stabilitätsmechanismus, zu halten. Bei den verbleibenden Bonds dürfte sich die regionale Zusammensetzung auch künftig am Kapitalschlüssel orientieren. Hierfür sprechen politische, markttechnische und operationelle Gründe. In einem Alternativszenario könnte die EZB bonitätsstarke paneuropäische Wertpapiere als zentrales geldpolitisches Instrument einsetzen (Eurobonds, ESBies etc.)

und die Bestände an nationalen Staatsanleihen in diese neue Kategorie tauschen. Aus EZB-Sicht wäre dies wohl der präferierte Weg, da die mit nationalen Wertpapierbeständen einhergehenden operationellen und juristischen Probleme wegfallen würden. Zum aktuellen Zeitpunkt ist allerdings unklar, ob und vor allem in welchem Volumen ein paneuropäisches Wertpapier künftig verfügbar ist.

6.5 Linearer Bilanzabbau von 20 Milliarden Euro pro Monat realistisch

Grundsätzlich stehen sich für die Umsetzung der Bilanzkürzung der aktive und passive Ansatz gegenüber.

- 1) Im Rahmen eines passiven Abschmelzens würde die EZB die Reinvestitionen fälliger Wertpapiere komplett einstellen.
- 2) Bei einem aktiven Abschmelzen würde die EZB Wertpapiere aus ihrer Bilanz aktiv am Markt verkaufen.

Angesichts der Risiken beider Ansätze halten wir eine Mischform und damit ein geordnetes Abschmelzen der Bilanz für einen realistischen Weg. Dabei würde das Eurosystem fällige Wertpapiere nur zum Teil aus der Bilanz laufen lassen und gleichzeitig aktive Käufe und Verkäufe einsetzen. Ziel ist ein kontinuierlicher und wohl linearer Abbaupfad für die Bilanz. Die US-Notenbank fungiert mit der Veröffentlichung eines geplanten Abbaupfads als Vorbild. Wir gehen davon aus, dass die EZB ihr QE-Portfolio ab Beginn 2022 um 20 Milliarden Euro pro Monat verringert. Bei einem Ende der Neukäufe zum Jahresende 2018 würde die EZB analog der Fed etwa drei Jahre für den Richtungswechsel in der Liquiditätsversorgung benötigen. Die Bilanzsumme fällt ab diesem Zeitpunkt quasilinear. Das Zielniveau der Bilanzsumme von 2.500 Milliarden Euro wäre Ende 2033 erreicht.

6.6 Marktreaktion – öffentliche Anleihen: begrenzter Anstieg der Renditen und Risikoprämien

Beim Ausstieg müssen die jeweiligen Schuldenagenturen bzw. öffentlichen Emittenten wieder preissensitive Investoren gewinnen, um ihre Refinanzierung sicherzustellen. Private Investoren verlangen dabei einen höheren Zins als ein preisunelastischer Nachfrager wie die EZB. Insbesondere müssen die Schuldenagenturen dann wieder um die Gunst der Investoren außerhalb des Euroraums werben, die die größte Investorengruppe für Euro-Staatsanleihen darstellt. Ausländische Investoren haben bisher volumenmäßig wie auch verhältnismäßig, d. h. relativ zu ihrem größeren Ausgangsvolumen, die meisten Papiere an das Eurosystem verkauft. Von März 2015 bis März 2017 haben Investoren außerhalb des Euroraums ihren Bestand an PSPP-Papieren um circa 500 Milliarden Euro verringert, was 45 Prozent der Nettokäufe des Eurosystems entspricht.¹⁴

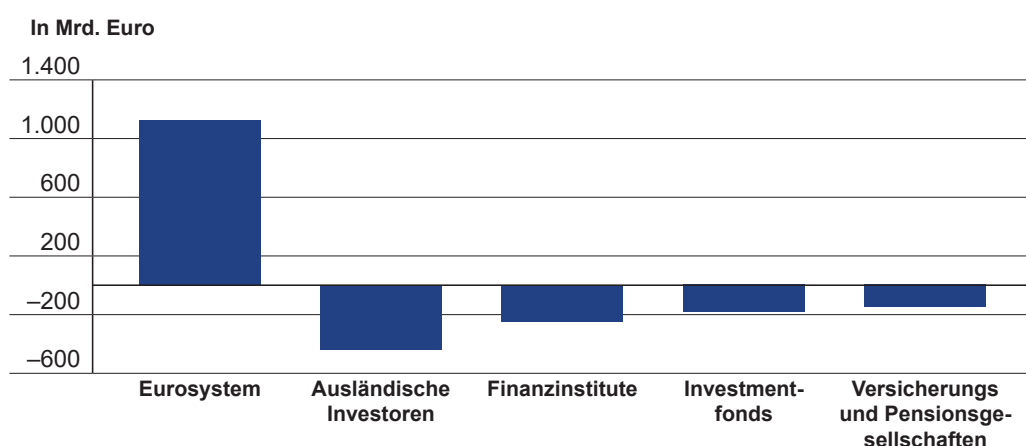


Abbildung 28: EZB kauft vor allem bei Investoren außerhalb des Euroraums ein: Veränderungen der PSPP-Bestände

Quelle: EZB, BayernLB Research

14) EZB Economic Bulletin, Ausgabe 4/2017; pp. 61.

Um die Folgen für den Staatsanleihemarkt abzuschätzen, wenn die EZB als wichtigster Käufer entfällt, analysieren wir zuerst die Wirkung der Käufe. Durch den Erwerb langfristiger Staatsanleihen beabsichtigt die EZB auf das Investorenverhalten einzuwirken und unterschiedliche Portfolioanpassungen auszulösen.¹⁵ Hierdurch soll eine flachere Zinsstrukturkurve erzielt und eine relative Renditeverschiebung innerhalb und zwischen den einzelnen Anlageklassen hin zu risikoreicheren Anlagen bewirkt werden. Für den Staatsanleihemarkt bedeutet Letzteres eine Verschiebung der Nachfrage privater Investoren zu Lasten der Kernländeranleihen hin zu riskanteren Papieren aus der Peripherie. Um den QE-Effekt auf Bundrenditen zu quantifizieren, haben wir in unser Modell zur Ermittlung des fairen Wertes der zehnjährigen Bundrendite eine zusätzliche Erklärungsvariable (Dummy-Variable) für den QE-Zeitraum ab September 2014 inkl. Erwartungs- und Ankündigungskomponente integriert. Vergleicht man die Modellschätzungen mit und ohne QE-Komponente ergibt sich durch die QE-Käufe eine um 65 Basispunkte niedrigere Bundrendite.

29



Abbildung 29: Fair-Value-Modell für zehnjährige Bundrendite mit Berücksichtigung eines QE-Effekts

Quelle: Bloomberg, BayernLB Research

30



Abbildung 30: Fair-Value-Modell für zehnjährige Bundrendite ohne Berücksichtigung eines QE-Effekts

Quelle: Bloomberg, BayernLB Research

Die regionale Nachfrageverschiebung innerhalb der Anlageklasse von Staatsanleihen bzw. Anleihen staatsnaher Emittenten hat gleichzeitig zu niedrigeren Risikoprämien innerhalb des Euroraums geführt. Ein geordneter Bilanzabbau dürfte nur erfolgen können, sofern die Risikoprämien dadurch nicht wieder sprunghaft steigen. Eine durch steigende zehnjährige Bundrenditen um 65 Basispunkte höhere Basis wäre dabei noch kein Problem für die Peripheriestaaten, da auch der Anstieg der Bundrenditen mit höheren Inflations- und Wachstumserwartungen einhergehen sollte. Eine „fairere“ Risikoprämie dürfte sich bereits im Tapering-Prozess herausbilden, wenn die Preisfindung mit weniger EZB-Unterstützung stattfindet. Im Folgenden beleuchten wir die Auswirkungen für Italien. Denn angesichts der Größe des italienischen Bondmarktes und der hohen öffentlichen Verschuldungsquote wird wohl das Niveau der italienischen Renditen entscheiden, ob und wie der Abbau des EZB-Portfolios tatsächlich vonstattengehen wird. Nachdem die Vergemeinschaftung (zum Beispiel Bankenunion, Europäischer Währungsfonds, ESBies) im Euroraum bis 2022 weiter vorangetrieben werden sollte und die EZB nur in den Bilanzabbau einsteigen dürfte, sofern sie keine größeren Verwerfungen befürchtet, gehen wir von einer Risikoprämie Italiens im zehnjährigen Bereich von höchstens 125 bis 150 Basispunkten aus. Dies würde dem Niveau von 2010 entsprechen, als die Spreads innerhalb des Euroraums aufgrund der griechischen Schuldenkrise bereits erhöht waren, die großen Peripheriestaaten aber noch nicht im Krisenmodus handelten. Sollte die Vergemeinschaftung stärker vorangeschritten sein als von uns erwartet (zum Beispiel durch die Einführung von Eurobonds), könnte der Bilanzabbau schneller erfolgen. Die Notenbanker müssten dann weniger besorgt sein, dass sie durch ein aktives Verkaufen von Staatsanleihen eine markante Spread-Ausweitung auslösen.

15) Zu den verschiedenen QE-Wirkungskanälen siehe Monatsbericht der Deutschen Bundesbank vom Juni 2016, pp. 34.

6.7 Covered Bonds: wiederkehrende Nachfrage privater Investoren verhindert starke Kursabschläge

Die Auswirkungen des QE-Programms werden, von Asset Backed Securities abgesehen, wohl am stärksten auf dem Covered-Bond-Markt wahrzunehmen sein. In den Tagen nach der Ankündigung eines graduellen Taperings bzw. eines Endes der Käufe von Covered Bonds dürfte es zu einer spürbaren Ausweitung der Covered-Bond-Spreads (Risikoaufschläge) kommen. Wir erwarten eine Ausweitung der durchschnittlichen Covered-Bond-Spreads um 20 bis 30 Basispunkte, vergleichbar mit den Spread-Ausweitungen im Herbst 2015 und Frühjahr 2016. Die Spreads von Covered Bonds der Peripherieländer sollten sich stärker ausweiten, während Covered Bonds aus Kern-Märkten und Nicht-EU-Ländern weniger stark betroffen sein dürften. Da die EZB aufgrund der Reinvestition von Fälligkeiten auch nach dem Ende des Taperings zunächst am Markt als Investor verbleiben wird, dürften sich die Spread-Ausweitungen allerdings auch in Grenzen halten. Bis 2022 ergeben sich im EZB-Portfolio jährlich nahezu 30 Milliarden Euro an Fälligkeiten, die während dieser Zeit ersetzt werden sollten.

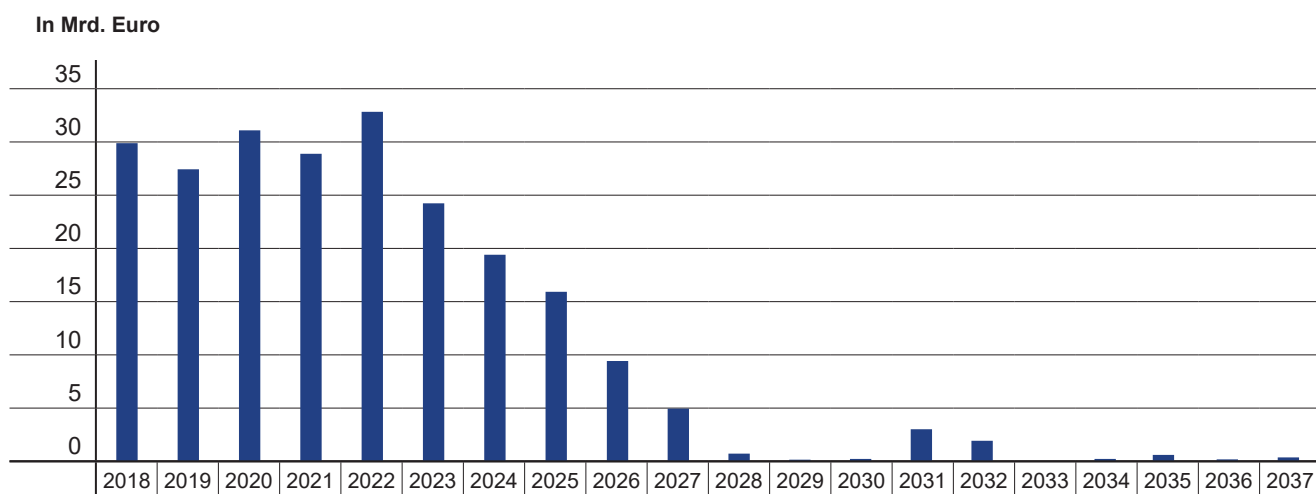


Abbildung 31: Fälligkeiten der Covered-Bond-Portfolios der EZB: EZB wird auch in den nächsten Jahren auf dem Covered-Bond-Markt aktiv bleiben

Quelle: EZB, Bayern LB

Ob die EZB strukturell Anleihen von privaten Emittenten auf der Bilanz behalten wird, ist nicht sicher. Aber sollte sie sich grundsätzlich dafür entscheiden, dann wären Covered Bonds aufgrund ihrer relativen Preisstabilität, der sehr geringen Ausfallwahrscheinlichkeit und ihres positiven Effekts auf die Volkswirtschaften die wahrscheinlichste Asset-Klasse. Dies hätte dauerhafte Konsequenzen für den Covered-Bond-Markt. Wenn man davon ausgeht, dass die zum Ende des QE-Tapering in der Bilanz enthaltenen Volumina nur zum Teil abgebaut werden, würden signifikante Volumina an Covered Bonds auf der EZB-Bilanz verbleiben. Zum Vergleich: Für den Fall, dass die EZB nur 60 Prozent der Covered-Bond-Bestände abbauen würde, würden unseren Berechnungen zufolge circa 105 Milliarden Euro an Covered Bonds auf der Bilanz verbleiben. Dies entspräche etwa 16 Prozent des ausstehenden Benchmark-Volumens der Emittenten aus der europäischen Währungsunion.

6.8 Corporate Bonds: Risiko von Spread-Ausweitungen stellt Bilanzabbau in Frage

Das CSPP-Programm hat zu einem erheblichen Rückgang der Risikoprämien am Markt für Unternehmensanleihen geführt. Mit 70 Basispunkten im Investment-Grade- und 250 Basispunkten im High-Yield-Segment sind die Risikoaufschläge auf breiter Front gesunken.

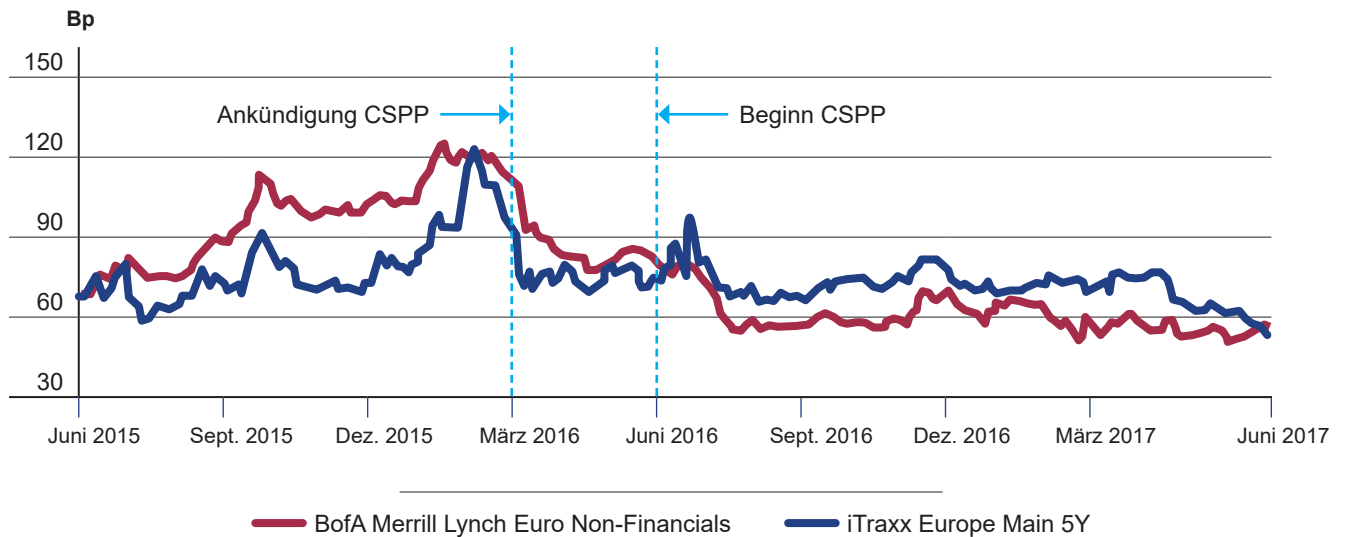


Abbildung 32: Das CSPP entfaltet eine signifikante Wirkung am Credit-Markt (in Basispunkten)

Quelle: BofA Merrill Lynch, BayernLB Research

Aber nicht nur das Abschmelzen der Credit-Spreads kann als Erfolg der Notenbanker verbucht werden. Ihrer Einschätzung nach hat sich auch die Liquiditätsprämie (gemessen an der Differenz von Benchmark- zu Sub-Benchmark-Anleihen) innerhalb des CSPP-Universums von etwa 60 auf etwas mehr als 20 Basispunkte reduziert. Hinzu kommt der positive Effekt auf den Primärmarkt (Non-Financials), der mit einem erwarteten Volumen von rund 330 Milliarden Euro (Prognose) in diesem Jahr erneut auf einen Emissionsrekord zusteuert (nach 321 Milliarden Euro im Jahr 2016). Nicht weniger als all diese positiven Effekte stehen bei einem Zurückdrehen des Programms auf dem Spiel. Mit Blick auf das weiterhin verhaltene Investitionsverhalten im Euroraum dürften die Notenbanker beim Abschalten dieses Instrumentariums daher sehr vorsichtig vorgehen. Ein Tapering bzw. eine Reduktion der Bestände könnte mit einem allgemeinen Ansteigen der Risikoaufschläge die schwächeren Bonitäten überproportional stark treffen. Der seit März 2016 eingeleitete Kompressionstrend zwischen „guten“ und „schwachen“ Bonitäten dürfte sich spätestens mit dem Auslaufen des Taperings umkehren.

Die technische Umsetzung des Taperings und vor allem die Reduktion des Bestands an Unternehmensanleihen dürften die Notenbanker vor große Herausforderungen stellen. Die derzeitigen EZB-Portfoliobestände an Unternehmensanleihen liegen bei 95 Milliarden Euro. Gehen wir ab Januar 2018 von einem leicht reduzierten Kauftempo (etwa 5 Milliarden Euro pro Monat) und einer weiteren Reduktion in der zweiten Jahreshälfte 2018 aus, würden die Bestände auf ein Volumen von circa 170 Milliarden Euro anschwellen. Nimmt man zusätzlich die aktuelle (relative) Komposition des CSPP-Portfolios hinzu, ergibt sich ein jährliches Reinvestitionsvolumen von etwa 15 bis 20 Milliarden Euro bis 2022. Dieses Reinvestitionsvolumen entspricht 25 Prozent des aktuellen Kaufvolumens.

In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass das in der EZB-Bilanz enthaltene Wertpapiervolumen zu lediglich 60 Prozent abgebaut wird. Dabei dürfte die EZB zwar versucht sein, die Bestände in der „risikoreichsten“ Asset-Klasse stärker zu reduzieren. Jedoch dürfte sie aufgrund der schwierigen Marktgegebenheit lange Zeit einen Restbestand an Unternehmensanleihen auf der Bilanz behalten. Unseren Berechnungen nach liegt das Break-Even-Volumen an EZB-Käufen, das die Sekundärmarkt-Spreads im Investment Grade stabil halten sollte, bei ungefähr 1 Milliarde Euro (ohne Primärmarkt) auf Wochenbasis. Vor diesem Hintergrund erscheint es fraglich, ob ein Abbau der Bestände an Corporate Bonds möglich ist, ohne größere Spread-Verwerfungen hervorzurufen.

Die Auswirkungen auf die Risikoaufschläge sind daher auch stark von der Kommunikation der Zentralbanker abhängig. Auch wenn das graduelle Tapering in der zweiten Jahreshälfte 2017 behutsam angekündigt wurde und verbal mit einer hohen Flexibilität untermauert werden dürfte, ist eine negative Spread-Reaktion zu erwarten. Das Break-Even-Volumen sollte bereits im zweiten Monat nach Tapering-Beginn unterschritten werden. Da die Marktteilnehmer dies

antizipieren, dürfte spätestens mit der verbalen Vorbereitung auf das Tapering eine spürbare Trendumkehr bei den Spreads im Investment Grade einsetzen. Viel stärker dürfte das Segment der „Hochverzinslichen“ reagieren, das von keinerlei Stützungskäufen profitiert. Der Kreditmarkt sollte daher spätestens im Frühjahr oder Sommer 2018 in die Phase der Spread-Ausweitung eintreten.

Da zudem das jährliche Reinvestitionsvolumen bis 2022 voraussichtlich nicht ausreicht, um die Spreads zu stabilisieren, und Kreditmärkte allgemein sehr stark trendgetrieben sind, stellt sich die Frage, in welcher Höhe die EZB Spread-Ausweitungen toleriert. Wir gehen davon aus, dass die Zentralbanker mit ihrem verbalen Eingreifen im März 2016 (ungewollt) eine Obergrenze gesetzt haben. Diese bewegt sich, gemessen am Investment Grade, bei einem Aufschlag gegenüber risikoarmen Bundesanleihen bei etwa 130 Basispunkten (aktuelles Niveau: circa 60 Basispunkte). Sollte sich der Gesamtmarkt diesem Niveau nähern, dürften die Spekulationen über eine Wiederaufnahme der Käufe schnell entbrennen. Neben dem Niveau der Spreads dürften dabei allerdings auch andere Aspekte wie der allgemeine Zugang zum Kapitalmarkt eine Rolle spielen. Wenn der Zugang für bonitätsschwache Namen versiegen sollte, könnte ein beherztes Eingreifen bereits früher stattfinden. Gleiches gilt, wenn Rezessionsängste, Banken-Stress oder andere externe Schocks die Situation der Kreditvergabe im Euroraum nachhaltig stören sollten. Auch angesichts des langfristigen Ziels einer Kapitalmarktunion, deren Schwerpunkt es ist, das Finanzsystem innerhalb der EU stärker zu diversifizieren, dürfte das CSPP als Hilfswerkzeug langfristig erhalten bleiben.

6.9 ABS: kein Angebotsschock bei Verbriefungen

Im Gegensatz zu anderen Anleihesegmenten des APP kann man dem ABSPP eine ordnungspolitische Legitimation unterstellen, da der europäische Verbriefungsmarkt im Vorfeld zur Auflage des Programms einerseits in weiten Teilen nicht funktionsfähig war und andererseits von seiner Revitalisierung positive und stabilisierende volkswirtschaftliche Effekte zu erwarten waren. Leider wurden in der Retrospektive die angestrebten Ziele nur teilweise erreicht und es traten unangenehme Nebenwirkungen auf. Neben einem Verdrängungseffekt auf der Investorenseite zählt hierzu auch die seit Ankündigung des ABSPP geführte sogenannte „Bad-Bank-Debatte“, also die Frage, ob sich die EZB durch den Ankauf der betreffenden ABS-Anleihen erhebliche Verlustbringer auf ihre Bilanz holt. Im Hinblick auf den Programmausstieg der EZB erwarten wir keinen kurzfristigen Angebotsschock durch Abverkauf der ABS-Bestände mit erratischen Spread-Ausweitungen am Sekundärmarkt. Vielmehr dürfte die EZB ihre aufgebauten ABS-Positionen bis zur vollständigen Amortisation halten. Daher dürfte die Ankündigung des Auslaufens des ABSPP vermutlich den stärksten Einfluss am Markt haben. Betrachtet man das gesamte, relativ geringe ABS-Ankaufvolumen, wird deutlich, dass die Beendigung des Ankaufprogramms für den ABS-Markt materiell nur eine geringe Bedeutung hat. Zudem ist ein kontinuierliches Absinken des ABS-Ankaufvolumens bereits seit Beginn des ABSPP zu beobachten. Allerdings könnte das ABS-Markt-Sentiment aufgrund der symbolischen Bedeutung des Verlustes des EZB-Rückhalts leiden. Die potenziellen Folgen des Programmausstiegs bzw. deren Ausmaß hängen insbesondere auch vom dann geltenden regulatorischen Umfeld, von der Marktverfassung sowie nicht zuletzt von den politischen, volkswirtschaftlichen und geldpolitischen Rahmendaten ab. Letztlich ist das ABSPP nur ein Faktor unter vielen, der die Entwicklung des europäischen ABS-Marktes beeinflusst.

Beirat für Wirtschaftsfragen des Bundesverbandes Öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB

Der Beirat für Wirtschaftsfragen des Bundesverbandes Öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB, besteht aus den Leitern der volkswirtschaftlichen Abteilungen der Mitgliedsinstitute und berät den Verband in volkswirtschaftlichen Fragestellungen, die sich aus regulatorischen Anforderungen ergeben. In dieser Rolle erstellen die Chefvolkswirte innerhalb des Beirates Studien und Publikationen, die volkswirtschaftliche Auswirkungen der Banken- und Finanzmarktregulierung thematisieren.

Vielen Dank für die Mitarbeit an der vorliegenden Studie:

Dr. Christof Altmann	Landwirtschaftliche Rentenbank
Uwe Burkert	LBBW
Dr. Cyrus de la Rubia	HSH Nordbank AG
Dr. Michael Holstein	DZ Bank
Dr. Jan Holthusen	DZ Bank
Dr. Ulrich Kater	DekaBank
Christian Lips	NORD/LB
Dr. Johannes Mayr	BayernLB
Dr. Jürgen Michels	BayernLB
Dr. Sebastian Wanke	KfW
Torsten Windels	NORD/LB
Dr. Jörg Zeuner	KfW

Herausgeber: Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB, Lennéstraße 11, 10785 Berlin
Tel.: 030 8192-0 / Fax: 030 8192-222
E-Mail: presse@voeb.de / Internet: www.voeb.de
Redaktion: Dr. Kai Wohlfarth
Layout: grafikan
Redaktionsschluss: 30. November 2017

