



### #4 **Die EZB-Geldschwemme: Der Versuch einer ersten Bewertung**

Dr. Jens Bies  
Fon: +49 (0) 89 / 3188804-53

Guten Tag!

Nachdem die EZB mittlerweile vor einigen Wochen mit ihrer Geldschwemme begonnen hat, ist es nun an der Zeit, erste Einschätzungen bezüglich der Effektivität und den Auswirkungen des Programms abzugeben. Auch gilt es zu bewerten, wie Investoren mit dem Niedrig- bzw. Negativzinsumfeld umgehen und wie lange es noch bestehen bleiben kann. Dahingehend lassen sich mittlerweile Annahmen treffen, wohin die Renditen noch gehen können und was das für die Asset Allokation der Investoren bedeutet. In diesem Zusammenhang habe ich in den letzten Wochen mit vielen Fondsmanagern gesprochen, die mittlerweile ziemlich ungläubig auf den Rentenmarkt schauen und die Entwicklungen als sehr bedrohlich einschätzen. Auf diese Gefahren werde ich später dezidiert eingehen.

Lassen Sie uns zunächst noch einmal das beschlossene Paket der EZB vergegenwärtigen (siehe dazu u.a. auch Kolumne #2 des Newsletter Februar). Die EZB kauft von März 2015 bis mindestens September 2016 ca. 1140 Mrd. EUR Anleihen mit einer Laufzeit von 2 bis 30 Jahren. Davon entfallen 855 Mrd. EUR auf europäische Staatsanleihen, 95 Mrd. EUR auf europäische Einrichtungen und supranationale Emittenten sowie 190 Mrd. EUR auf Covered Bonds und forderungsbesicherte Wertpapiere (sog. ABS). Damit wird die EZB bis Ende 2015, aufgeteilt nach dem Kapitalschlüssel der Beteiligung der nationalen Notenbanken, ca. 450 Mrd. EUR europäische Staatsanleihen kaufen, was ca. 10% der gesamten ausstehenden Anleihen entspricht. Da netto (abzüglich Tilgungen und Kuponzahlungen) nur ca. 50 Mrd. in 2015 emittiert werden, entspricht das einer Angebotsverknappung von ca. 400 Mrd. EUR. Die EZB erhofft sich von diesem Programm verschiedenste Wachstums- und Inflationsimpulse, die sie primär versucht über vier geldpolitische Kanäle positiv zu beeinflussen:

- i. Eine steigende Kreditvergabe der Banken durch den Liquiditätsüberhang vom Verkauf der von der EZB aufgekauften Anleihen (Kreditkanal)
- ii. Sinkende Kapitalkosten der Unternehmen sowie ein sich verringernder Schuldendienst der Staaten durch niedrigere Renditeniveaus und Risikoaufschläge eröffnet Investitionsmöglichkeiten (Investitionskanal)
- iii. Die Suche nach positiver Realrendite führt bei Anlegern zu Portfolioumschichtungen und zu risikoreicheren Anlageformen, wie z.B. Aktien (Vermögenskanal)
- iv. Eine Abwertung der eigenen Währung stärkt die Exportwirtschaft und verteuert die Importe (Wechselkurskanal).

Für die Beurteilung der beiden ersten Kanäle (Kredit- und Investitionskanal) ist es noch deutlich zu früh. Hier wirken Effekte, die sich vier Wochen nach Start des Programms noch gar nicht abschätzen lassen. Eine erste Einschätzung der letzten beiden Kanäle (Vermögens- und Wechselkurskanal) lässt sich aber sehr wohl vornehmen. Zur Beurteilung des Vermögens- und Wechselkurseffekts nach Ankündigung bzw. Start des Quantitative Easing (QE)-Pakets sind die Entwicklungen in den jeweiligen Marktsegmenten zu bewerten, allen voran im europäischen Renten-, Aktien- und Währungsmarkt.

Beispielhaft für den Rentenmarkt habe ich zusammengetragen, wie sich zehnjährige Bundesanleihen, die Zinsstrukturkurve (dreißig- vs. zweijährige Bundesanleihen), fünfjährige Peripherierenditeaufschläge (beispielhaft Spanien vs. Deutschland) und Unternehmensanleiheinzinsaufschläge (Investment Grade Corporates vs. Bundesanleihen) sowohl bei Ankündigung des Pakets am 22.01.15 als auch nach offiziellem Start am 09.03.15 bis Ende März 2015 entwickelt haben. Selbiges habe ich auf der Aktienseite anhand des Eurostoxx 50 Aktienindex und auf der Währungsseite anhand des EURUSD-Wechselkurses getan. Zudem analysiere ich, ob sich die Inflationserwartungen (abgebildet durch den fünfjährigen Inflationsswap) nach oben angepasst oder zumindest stabilisiert haben, wobei eine abschließende Bewertung sicherlich noch viel zu früh ist und auch von vielen Faktoren abhängt, die die EZB nur bedingt beeinflussen kann (z.B. Ölpreisentwicklung). Indikativ habe ich auch die Entwicklung der Realrenditen am Beispiel der in 2030 auslaufenden inflationsindexierten Bundesanleihe beobachtet. In diesem Zusammenhang sei an dieser Stelle erwähnt, dass grundsätzlich zwischen der Nominal- und der Realrendite (inflationsbereinigt) unterschieden werden muss. Für Investoren in Ländern mit hohem Deflationsrisiko sind negative Nominalrenditen so lange attraktiv, soweit sie weniger negativ als die Inflation sind. Einfach ausgedrückt bedeutet dies, dass eine Rendite von -1 % nicht zwangsläufig unattraktiv ist, wenn die Inflationsrate bei -2 % liegt. In diesem Falle ist die Realrendite positiv. Darüber hinaus zeigt das Beispiel Japans vor der Einführung von Abenomics in 2013, dass in einer deflationären Volkswirtschaft selbst Staatsanleihen mit niedrigen Renditen die beste Anlage sein können.

Nachfolgendes Diagramm zeigt die Entwicklung an den Kapitalmärkten seit der Ankündigung und Einführung der quantitativen Lockerungsmaßnahmen bis Ende März 2015. Dabei sind folgende Entwicklungen zu erkennen:

#### Diagramm: Entwicklung an den Kapitalmärkten seit der Ankündigung von QE

	10J. Bund	Kurve 30J./2J.	5J. IG-Corp./Bund	5J. Spanien/Bund
<b>Ankündigung QE</b>	0,52%	1,38%	0,99%	0,78%
<b>Start QE</b>	0,39%	1,20%	0,89%	0,58%
<b>3 Wochen später</b>	0,21%	0,88%	0,98%	0,65%
<b>Seit Ankündigung</b>	<b>-0,31%</b>	<b>-0,50%</b>	<b>-0,01%</b>	<b>-0,13%</b>
	5J. Inflation Swap	Bund 2030 Real	Eurostoxx 50	EURUSD
<b>Ankündigung QE</b>	0,65%	-0,35%	3270	1,1574
<b>Start QE</b>	0,95%	-0,85%	3618	1,0860
<b>3 Wochen später</b>	0,98%	-1,04%	3728	1,0728
<b>Seit Ankündigung</b>	<b>0,32%</b>	<b>-0,69%</b>	<b>14,01%</b>	<b>-7,31%</b>

Quelle: Bloomberg, Stand: 26.03.2015

Aufgrund der Angebotsverknappung im deutschen (aber auch europäischen) Rentenmarkt sind die Renditen deutlich gefallen. Zehnjährige Bundesanleihen sind trotz des sehr niedrigen Niveaus von 0,52 % vor der Ankündigung von QE bis Ende März 2015 um weitere 0,31 % auf mittlerweile 0,21 % gefallen - Tendenz weiter fallend. Die deutsche Zinsstrukturkurve (30 vs. 2 Jahre) ist im gleichen Zeitraum sogar noch deutlich weiter gefallen, nämlich um beeindruckende 0,5 %. Durch die Verankerung des kurzen Endes der Zinsstrukturkurve ging diese Bewegung hauptsächlich vom dreißigjährigen Bereich aus - Tendenz weiter in Richtung Kurvenverflachung. Die Zinsdifferenzen von fünfjährigen Bundesanleihen zu Unternehmensanleihen und spanischen Peripherie-Bonds haben sich, wenn auch eher moderat, um 0,01 % bzw. um 0,13 % verringert. Das lässt vermuten, dass in diesen Rentenmarktsegmenten noch Raum für weitere Einengungen der Risikoaufschläge besteht. Aufgrund der griechischen Tragödie sind Anleger in diesem Bereich wahrscheinlich noch vorsichtig beim Aufbau von zusätzlichen Risiken. Die Inflationserwartungen sind seit Programmstart um 0,32 % angestiegen, während gleichzeitig die Realrenditen deutlich negativer geworden sind. Ein von der EZB gewünschter Effekt. Bleibt diese Tendenz bestehen, werden die Investoren zunehmend gezwungen, in risikoreichere Anlagen zu investieren, schon allein um der finanziellen Repression zu entgehen. Im Übrigen ein Trend, der bereits (seit geraumer Zeit) deutlich an den Kapitalmärkten zu sehen ist. Anleger gehen tendenziell höhere Risiken ein und sichten in höherverzinsliche Wertpapiere, wie

Unternehmensanleihen, Finanztitel und/oder Papiere der Peripherieländer um. Zudem haben Investoren ihre geografischen Anlagehorizont erweitert und sind vermehrt in Ländern mit höheren Renditen positioniert, z.B. Emerging Markets oder Industrieländer, die im ökonomischen Zyklus weiter vorangeschritten sind als die Eurozone. In diesem Zusammenhang sind v.a. die USA zu nennen, die im zehnjährigen Bereich aktuell mit einem Renditeaufschlag von ca. 1,80 % gegenüber Bundesanleihen „locken“. Hierbei ist jedoch zu bedenken, dass die Fed bereits im März-Meeting eine potentielle Straffung ihrer Geldpolitik durch moderate Zinserhöhungen (frühestens ab Juni, realistisch jedoch ab September) signalisiert hat. Dies führt speziell am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve zu steigenden Zinsen. Eine Anlageklasse, die besonders durch die quantitative Lockerung profitiert hat und auch weiterhin wird, ist der europäische Aktienmarkt. Seit Ankündigung des QE-Programms hat der deutsche Aktienindex DAX 30 ca. 17 % zugelegt, der europäische Eurostoxx 50 immerhin gut 14 %. Interessanterweise hat der amerikanische Aktienindex S&P 500 im gleichen Zeitraum nur knapp 2 % gewonnen. Das bestätigt all diejenigen, die eine Zunahme globaler Ungleichgewichte befürchten. Während die Bewertung riskanter Anlagen in Europa primär durch die expansive Geldpolitik der EZB determiniert wird, kehren die USA augenscheinlich zu realwirtschaftlich unterlegten Niveaus zurück. Trotz oder gerade aufgrund des Vorsprungs der USA im Konjunkturzyklus gegenüber Europa fand in dieser Periode eine Umschichtung aus dem amerikanischen in die europäischen Finanzmärkte statt. Diese Umschichtung hatte allerdings keine Auswirkung auf den EURUSD-Wechselkurs, welcher sich im Vergleichszeitraum um weitere 7 % Richtung Süden bewegte. Aus dieser Entwicklung und verschiedener Datenanalysen<sup>1</sup> lässt sich schlussfolgern, dass die meisten Investitionen amerikanischer Anleger, speziell von Investmentfonds, in den Euroraum währungsgesichert stattfanden. Darüber hinaus haben europäische Versicherer und Investmentfonds zunehmend währungsungesichert amerikanische Staatsanleihen aufgebaut, was in der Summe zur Währungsabwertung des EUR beigetragen hat. Speziell seit dem Bekanntwerden der Beendigung des QE-Programms der Fed ist die divergierende Zinspolitik der Haupttreiber für die relative Entwicklung von Marktsegmenten in den USA und Europa sowie des EURUSD-Wechselkurses.

Für die Untersuchung der Marktentwicklungen seit Ankündigung des Pakets der EZB lässt sich somit abschließend festhalten, dass der Vermögens- und Wechselkurseffekt durchaus positive Signale für potentielles Wachstum und eine Erhöhung der Inflationserwartungen für den Euroraum sendet und die EZB somit auf einem guten Pfad zu sein scheint. Für die Wachstumsseite bedeuten diese Entwicklungen im negativen Sinne aber auch, dass die EZB das klassische Sparen unattraktiver macht, was aber mehr zum Kauf riskanter Anlagen führen könnte anstelle von höheren Konsumausgaben. Zudem wirkt der Effekt vermehrt bei denjenigen Konsumenten, die bereits über ein relativ hohes Privatvermögen verfügen.

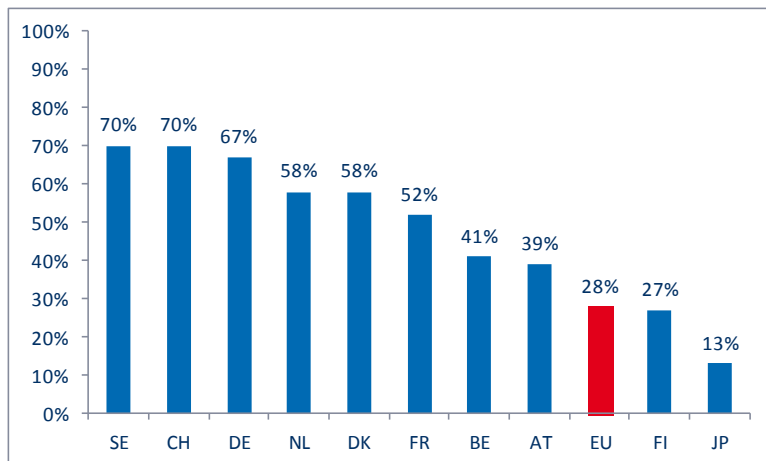
Nichtsdestotrotz stellt die nach wie vor nur sehr verhaltene Preisentwicklung im Euroraum eine Herausforderung für die Geldpolitiker dar. Mit diesem Programm versucht die EZB die langfristigen Inflationserwartungen nachhaltig positiv zu beeinflussen, indem sich eine erhöhte Inflation auch über gleichgerichtete Zweitrundeneffekte auf die Löhne und Preise durchschlägt (sog. Lohn-Preis-Spirale) und damit verstetigt. Erstes Ziel der EZB muss es also sein, Realrenditen durch steigende Inflationserwartungen bei gleichzeitig moderat steigenden oder gleichbleibenden Nominalrenditen negativ zu beeinflussen. Dann reichen die Nominalrenditen nicht mehr aus, um die Inflationserwartungen zu kompensieren. Dies ist der EZB in den ersten Wochen durchaus gelungen. Das Gleiche würde zunächst auch erreicht, wenn die Nominalrenditen bei einer gleichzeitigen Stabilisierung der Inflationserwartungen weiter sinken bzw. negativ werden.

Negative Nominalrenditen sind (größtenteils schon vor der Ankündigung von QE) keine Ausnahme mehr am Rentenmarkt. Nachfolgende Grafik veranschaulicht den prozentualen Anteil der ausstehenden Staatsschulden der Industrieländer mit negativer Rendite.

## Diagramm: Anteil ausstehender Staatsschulden mit negativer Rendite

---

<sup>1</sup> Siehe v.a. IMF COFER Daten.



Quelle: Bloomberg, Stand: 26.03.2015

Es wird deutlich, dass der Klub der Länder mit negativen Zinsen in den vergangenen Monaten stetig anwuchs. Nach der Schweiz, der Eurozone, Japan und Dänemark gesellte sich nach der Ankündigung von Staatsanleihenkäufen der Riksbank auch Schweden dazu. In Deutschland weisen per 26.03.15 knapp 70% der Staatsschulden eine negative Rendite auf. Auch in der Eurozone sind bereits über ein Viertel der Renditen negativ. Das hängt nicht nur mit dem negativen Depositensatz der Eurozone zusammen, sondern logischerweise auch mit den massiven Staatsanleihenkäufen bei gleichzeitig deutlich verknapptem Neuemissionsangebot (speziell in Deutschland). Insgesamt kauft die EZB während des gesamten Kaufprogramms fast die Hälfte aller ausstehenden Staatsanleihen.

Gibt es neben dem Kaufprogramm der EZB weitere Gründe für negative Renditen im Rentenmarkt?

Nun, es gibt aktuell kaum einen Investor, der gerne hochwertige Staatsanleihen gegen Barbestand tauscht, speziell in einem Umfeld von Negativzinsen und verminderter Marktliquidität, die zu hohen Transaktionskosten führen. Bei negativen Renditen hat der Investor immer noch die Chance auf weitere Kursgewinne für den Fall, dass deflationäre Tendenzen oder andere Nachfrageeffekte zu weiter sinkenden Nominalrenditen führen. Beim Halten von Barbeständen existiert diese Option nicht! Gepaart mit dem typischen Anlegerverhalten, dass Verluste höher gewichtet werden als Gewinne („Loss-Aversion“), führt diese Tatsache zu weiterer Nachfrage am Rentenmarkt. Darüber hinaus gibt es eine strukturelle, nicht-ökonomisch induzierte Nachfrage nach festverzinslichen Anlagen infolge der Regulierung des Finanzsektors durch Basel III und Solvency II. Hintergrund ist die besonders niedrige Risikogewichtung von europäischen Staatsanleihen im Rahmen der erhöhten Eigenkapitalanforderungen. Beispielhaft sei erwähnt, dass seit 2008 allein die Kreditinstitute der Peripherieländer Staatsanleihen im großen Stil anhäuferten. So erhöhten u.a. italienische Kreditinstitute ihren Bestand an Staatsanleihen aus dem Euroraum um 230 Mrd. EUR auf mittlerweile 430 Mrd. EUR per Ende 2014. In Spanien wuchs der Bestand bei Kreditinstituten von knapp 90 Mrd. EUR in 2008 auf 310 Mrd. EUR per Ende 2014. Auch in Irland und in Portugal wurde der Bestand im gleichen Zeitraum deutlich aufgebaut.<sup>2</sup> Ein weiterer Punkt, der die Nachfrage nach hochwertigen Staatsanleihen erhöht, kommt durch die beschlossene Einführung der European Market Infrastructure Regulation (kurz EMIR). Danach müssen institutionelle Investoren den Einsatz von OTC-Derivaten in Form von sog. Collateral (erstklassige und hochliquide Sicherheiten, zumeist nur Bundesanleihen) besichern. Das natürliche Angebots- und Nachfrageverhältnis am Rentenmarkt ist aber nicht nur durch die Nachfrageseite nachhaltig gestört, auch das Angebot an Staatsanleihen wird in den nächsten Jahren durch sinkende Haushaltsdefizite und eines evtl. verbesserten Wachstumsausblicks deutlich sinken. Das führt in letzter Konsequenz eher dazu, dass der Trend zu fallenden Zinsen vsl. noch nicht vorüber ist.

<sup>2</sup> Siehe dazu Scheurer (2015): Fokus - Zwischen Liquiditätsflut und austrocknenden Staatsanleihenmärkten, Allianz Global Investors, S. 3.

Wenn aber mit Ausnahme von ausländischen Investoren vsl. keiner gerne verkaufen will und das Angebot an Staatsanleihen mittelfristig zurückgeht, wie weit können die Renditen dann noch fallen und führt diese Tatsache nicht zu Verwerfungen innerhalb des Rentenmarktes?

Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass die Renditen in dem o.a. Umfeld nicht deutlich steigen können, vielmehr ist speziell im zehn- bis dreißigjährigen Bereich ein weiterer Renditerückgang zu erwarten. Dies entspräche einer weiteren Verflachung der europäischen Zinsstrukturkurve. Bezogen auf den Renditerückgang existiert keine natürliche Grenze, zumindest nicht für Investoren, die den Interbanken- oder Repo-Markt nutzen, um sich zu refinanzieren. Der Reposatz kann nämlich aufgrund von Liquiditäts- und/oder Angebotsknappheit mitunter deutlich unterhalb des aktuell vorhandenen Depositenatzes von  $-0,20\%$  liegen. Gerade der Liquiditätsaspekt kann zukünftig eine größere Rolle spielen als vielleicht von der EZB prognostiziert. Die Händler innerhalb der Banken halten aufgrund von regulatorischen Vorschriften und schrumpfenden Bankbilanzen relativ geringe Vorräte an Staatsanleihen, sodass diese Händler nach einem Verkauf einer Staatsanleihe die unmittelbare Gefahr eingehen, die vollen Stücke nicht liefern zu können, speziell wenn es ein Anleihe ist, der vom jeweiligen Staat in naher Zukunft vsl. nicht mehr aufgestockt wird.

Banken spielen in diesem Zusammenhang eine überaus wichtige Rolle als Intermediäre und bei der Durchführung der Geldpolitik. Wenn Banken ihre Anleihen an die EZB verkaufen, werden Reserven angehäuft. Reserven können (in unbegrenzter Weise) per Dekret nur von der Zentralbank geschaffen werden. Diese entstehen entweder bei Kreditvergabe an eine Geschäftsbank oder bei Wertpapierkäufen von einer Geschäfts- oder Nicht-Bank. Durch den Kauf von Wertpapieren und implizit der Anhäufung von Reserven vergrößert die EZB die Geldmenge und damit ihre Bilanz. Nun haben Banken die Möglichkeit, wenn auch nur in begrenztem Maße, bei den nationalen Zentralbanken Kredite zu einem Zinssatz von aktuell  $+0,05\%$  aufzunehmen. Es besteht jedoch kein sonderliches Interesse, dieses Geld der EZB zu einem Zinssatz von  $-0,20\%$  zurückzugeben, sondern im Sinne des „Carry-Trades“ in höherverzinsliche Wertpapiere zu investieren. Solange die Kreditnachfrage nicht steigt, werden die Banken die frei gewordenen Gelder für Wertpapierkäufe und nicht für Kredite verwenden, was wiederum die Preise der Wertpapiere im Allgemeinen und Anleihen im Speziellen erhöht und final zu weiter fallenden Zinsen führt. Konsequenterweise bedeutet das für Banken aus ökonomischer Perspektive, dass die Renditen theoretisch bis zur Depositenrate von  $-0,20\%$  fallen können bis der Verkauf von Staatsanleihen an die EZB Sinn macht. Eine Tatsache, auf die auch die EZB nochmals hingewiesen hat. Sie versicherte dem Markt, dass sie solange Bonds kaufen werde, bis die Zinsstrukturkurve auf dem Niveau der Depositenrate angelangt ist. Somit wird deutlich, dass wir längst aufgehört haben, auf fundamentale Daten zu handeln, sondern aktuell vielmehr regulatorische und/oder technische Faktoren sowie das Ungleichgewicht der Angebots- und Nachfrageseite im Vordergrund stehen. Dies wird gepaart mit einer fehlenden Markttiefe. Es ist unbestritten, dass die immensen Anleihekäufe der EZB die Preise am gesamten Euro-Rentenmarkt dauerhaft weiter verzerren. Gefahren eines Crowding Out-Effekts (Verdrängungseffekt originärer Anleger) halte ich in diesem Zusammenhang nicht für ausgeschlossen.

Existieren weitere Risiken im Negativzinsumfeld, die die Industrie berücksichtigen muss?

Aus den Negativzinsen lassen sich Risiken ableiten, die die Branche aus meiner Sicht bisher noch nicht oder nur bedingt auf dem Radar hat. Das Rendite-/Risikopotential im Rentenmarkt ist aufgrund des geringen Renditepuffers für Investoren deutlich zurückgegangen. Die erwarteten langfristigen Realrenditen der Portfolios haben sich aufgrund der Anleihekomponente deutlich verschlechtert. Dabei sind die Risiken ebenfalls gestiegen, obwohl sich die Volatilität nahe den historischen Tiefstständen befindet. Das liegt zum einen an der aufgrund des massiven Renditerückgangs deutlich gestiegenen Duration in den Portfolios, zum anderen weisen die sich einem Tiefpunkt annähernden Renditen an den Märkten eine zunehmend linksschiefe Verteilung (asymmetrische Wahrscheinlichkeitsverteilung, wo Werte größer als der Mittelwert häufiger zu beobachten sind) auf, was in den klassischen Risikokennzahlen wie Volatilität überhaupt nicht berücksichtigt wird. Zusätzlich zum Durationsrisiko sind die Investoren in ihrer Jagd nach Rendite aufgrund der extrem niedrigen Risikoaufschläge einem deutlich höheren Kreditrisiko ausgesetzt, auch wenn die Ausfallraten von

Unternehmen in Europa historisch niedrig sind. Das größte Risiko ist jedoch, wie bereits schon ausgeführt, das Thema Liquidität, da der Interbankenmarkt im Allgemeinen und die Händler im Besonderen kaum Liquidität bereithalten, speziell in Stressphasen. Von daher ist es wichtig, sein Portfolio über liquide, börsengehandelte Derivate jederzeit absichern zu können und die o.a. Risiken niemals zu unterschätzen. Für die Aktienseite sind die Auswirkungen deutlich entspannter, da die Barwertmodelle aktuell noch mit zu hohen Diskontierungsfaktoren, ungefähr einem impliziten Zinssatz von ca. 1 %, berechnet werden. Das bedeutet, dass sich die Risikoprämie für Aktien bei Berücksichtigung niedrigerer Zinsen erhöht und Aktien noch attraktiver werden sollten.

**Hinweis:** Diese Kolumne enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der SKALIS Asset Management AG. Die Informationen, die für diese Kolumne verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann.