

Der Markt für Unternehmensanleihen im Niedrigzinsumfeld

Der Markt für Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen des Eurogebiets ist bei sinkenden Renditen in den letzten Jahren kräftig gewachsen. Dieser Aufsatz geht den Ursachen für diese Entwicklung nach. Abgestellt wird dabei vor allem auf den Zeitraum seit Anfang des Jahres 2011, der strukturelle Veränderungen im Bankensektor, den Einfluss der Staatsschuldenkrise im Euroraum und damit einhergehend das Niedrigzinsumfeld umfasst. Damit liegt der Schwerpunkt der Analyse auf einer Periode nach dem Höhepunkt der schweren Finanz- und Wirtschaftskrise, in der der Markt für Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen stagniert hatte und die insofern untypisch ist.

Der Markt für Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen unterlag in den vergangenen Jahren starken Einflüssen auf der Angebots- und Nachfrageseite. Auf der Angebotsseite dürften kapitalmarktaktive Unternehmen als eine Folge der Krisenjahre Bankkredite durch Anleihen ersetzt und dadurch das Anleiheangebot erhöht haben. Zudem belebten die mit dem Niedrigzinsumfeld einhergehenden, günstigeren Finanzierungsbedingungen die Emissionstätigkeit der Unternehmen. Auf der Nachfrageseite sorgten zugleich die rückläufigen sicheren Zinsen für ein reges Interesse der Anleger. Diese schichteten auf der Suche nach Rendite vermehrt in höherverzinsliche, risikobehaftete Papiere wie Unternehmensanleihen um. Seit Juni 2016 verstärkt außerdem das Unternehmensanleihe-Kaufprogramm des Eurosystems (Corporate Sector Purchase Programme: CSPP) die Nachfrage nach Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen.

Auf der Preisseite zeigt sich vor allem der Druck der hohen Nachfrage, die auch Ausfluss eines zuletzt überdurchschnittlichen Risikoappetits sein dürfte. Trotz der Angebotsausweitung gaben sowohl die Anleiherenditen nichtfinanzieller Unternehmen als auch die Renditeaufschläge gegenüber risikofreien Anleihen, die jeweils während der Staatsschuldenkrise ein relativ hohes Niveau erreicht hatten, im Ergebnis deutlich nach. In dem Renditerückgang spiegeln sich die in den Hintergrund getretene Staatsschuldenkrise, ein zunehmend freundlicheres Kapitalmarktumfeld und die Ankündigung des CSPP. Außerdem trug die expansive Geldpolitik sowohl über sinkende Kurzfristzinsen als auch über eine flachere Zinskurve wesentlich zu den rückläufigen Renditen und damit zu der Suche nach Rendite bei.

Der Zeitraum seit 2011 ist zudem mit Blick auf die Funktionsfähigkeit und Stabilität des Marktes für Unternehmensanleihen von besonderem Interesse. So kam es im Berichtszeitraum trotz insgesamt rückläufiger Renditen zu mehreren vorübergehenden Renditeanstiegen. Es lassen sich drei Phasen einer erhöhten Schwankung der Rendite abgrenzen, in denen sich (abrupte) Neubewertungen durch die Anleger widerspiegeln. Außerdem gibt die Untersuchung Hinweise darauf, dass sektor-spezifische Informationen für die Renditeentwicklung der Unternehmensanleihen in den letzten Jahren an Gewicht verloren, wozu möglicherweise schwächer zwischen einzelnen Anleihen differenzierende Anleger beigetragen haben könnten. Dies implizierte ein höheres Risiko dafür, dass im Falle einer zukünftigen Neubewertung von Unternehmensanleihen der gesamte Markt erfasst werden könnte. Aus Zentralbanksicht muss dieses Risiko perspektivisch vor allem nach der Beendigung des CSPP im Blick behalten werden.

■ Marktentwicklung

Markt für nichtfinanzielle Unternehmensanleihen kräftig gewachsen

Der Markt für nichtfinanzielle Unternehmensanleihen¹⁾ des Eurogebiets verzeichnete in den letzten Jahren ein kräftiges Wachstum. Nach einem ersten Wachstumsschub zu Beginn der Währungsunion und einer kurzen Phase der Stagnation in der Folge der schweren Wirtschaftskrise zu Ende der letzten Dekade beschleunigte sich das Wachstum erneut, als in einigen Mitgliedsländern Bankkredite nach der Finanz- und Staatsschuldenkrise nur eingeschränkt verfügbar waren und anschließend sinkende sichere Renditen von Benchmark-Papieren zunehmend die Finanzmärkte prägten. Auf der Angebotsseite stellten in diesem Umfeld Anleihen für die Unternehmen zum einen eine alternative Finanzierungsquelle zu Bankkrediten dar. Zum anderen nutzten die Firmen die mit dem Niedrigzinsumfeld einhergehenden, günstigeren Finanzierungsbedingungen, um sich verstärkt über eine Emission von Schuldverschreibungen zu finanzieren. Auf der Nachfrageseite stießen nichtfinanzielle Unternehmensanleihen, die wegen ihres Renditeaufschlags gegenüber sicheren Staatsanleihen überwiegend eine positive Rendite boten, zugleich auf ein reges Interesse vieler (institutioneller) Anleger. Im Ergebnis erhöhte sich – auf Basis der Kapitalmarktstatistik der EZB – der Umlauf an (auf Euro lautenden) Anleihen, die von nichtfinanziellen, im Euroraum ansässigen Unternehmen emittiert wurden, im Berichtszeitraum seit Anfang 2011 auf 1 020,4 Mrd €, was einer Zunahme um knapp 50% entspricht.

Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen im Fokus

Nicht enthalten in den oben angegebenen Zahlen sind Anleihen, die über (ausländische) Finanzierungstöchter begeben wurden: Viele nichtfinanzielle Unternehmen nehmen den Anleihemarkt nicht selbst in Anspruch, sondern über eine Finanzierungsgesellschaft, die die Emissionserlöse dann an die Muttergesellschaft weiterreicht.²⁾ Zwar werden Papiere, die von im Euroraum ansässigen Finanzierungstöchtern emittiert wurden, in der Kapitalmarktstatistik der EZB erfasst. Sie werden aber dort den Finanzunternehmen zugeordnet, sodass ein

Rückschluss auf die Emissionstätigkeit nichtfinanzieller Unternehmen, die hier im Fokus stehen, erschwert wird. Wenn in anderer Abgrenzung von Finanzierungstöchtern begebene Anleihen hinzugerechnet würden, hätte der Umlauf nichtfinanzieller Anleihen im Berichtszeitraum ebenfalls eine Zunahme verzeichnet.³⁾ Das Marktwachstum fiel dann gleichwohl deutlich niedriger aus.

Anders als Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen wurden Finanzanleihen seit Anfang 2011 per saldo getilgt. Die abnehmende markt-basierte Verschuldung finanzieller Unternehmen geht dabei auf eine deutlich geringere Inanspruchnahme durch die Kreditinstitute zurück, die traditionell aktivsten Unternehmen am Anleihemarkt. Versicherungen und Pensionseinrichtungen weiteten hingegen ihre Anleihemarktverschuldung aus. In der Entwicklung bei den Banken dürften sich unter anderem eine günstige Finanzierung über Einlagen, der unlimitierte Zugang zu besicherter Notenbankliquidität, eine anhaltende Bilanzkonsolidierung vieler Banken und ein seit der Finanzkrise verändertes regulatorisches Umfeld widerspiegeln.

Finanzanleihen wurden seit Anfang 2011 per saldo getilgt

Im internationalen Vergleich spielen nichtfinanzielle Unternehmensanleihen im Euroraum trotz des Marktwachstums eine eher geringe Rolle als Finanzierungs- und Anlageinstrument. Dies zeigt sich am relativ zum nominalen Bruttoinlandsprodukt (BIP) gemessenen Marktumlauf, der Ende 2016 für den Euroraum mit 11% deutlich niedriger war als beispielsweise für das Ver-

Anleihefinanzierung spielt im Euroraum eine eher geringe Rolle

¹ Als nichtfinanzielle Unternehmensanleihen werden Anleihen bezeichnet, deren Emittent eine private Kapitalgesellschaft ist, die weder dem Bankensektor noch dem Versicherungssektor angehört und kein Finanzunternehmen ist. Nichtfinanzielle Unternehmensanleihen werden damit typischerweise von Unternehmen der Realwirtschaft begeben.

² Zu möglichen Vorteilen, Anleihen über eine ausländische Finanzierungsgesellschaft zu begeben, zählen eine geringere steuerliche Belastung oder niedrigere regulatorische Anforderungen des ausländischen Kapitalmarkts.

³ Gemäß Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) erhöhte sich der in dieser Abgrenzung (Ultimate Borrower-Daten) ermittelte Umlauf auf Euro lautender Anleihen von im Euroraum ansässigen, nichtfinanziellen Unternehmen seit Anfang 2011 bis März 2017 um knapp 45%.

einigte Königreich oder für die USA (20% bzw. 31%).⁴⁾ In diesen Ländern nehmen Unternehmensanleihen bereits langjährig einen hohen Stellenwert in der Unternehmensfinanzierung ein.

Hohe Emissionstätigkeit französischer Unternehmen im Euroraum

In der regionalen Aufgliederung innerhalb des Euroraums zeigt sich, dass seit Anfang 2011 vor allem französische Unternehmen per saldo in großem Umfang Anleihen emittierten (siehe nebenstehende Tabelle). In Frankreich hat der Anleihemarkt für Unternehmen traditionell eine hohe Bedeutung. Außerdem trugen italienische, deutsche und – von einem relativ geringen Niveau ausgehend – spanische Unternehmen nennenswert zum (absoluten) Marktwachstum bei. Niederländische Unternehmen weiteten ihre Anleiheverschuldung nur moderat aus.

Schuldscheine als etabliertes alternatives Finanzierungsinstrument für deutsche Unternehmen

Die in der nebenstehenden Tabelle angegebenen Zahlen enthalten keine Schuldscheine, die vor allem in Deutschland ein etabliertes alternatives Finanzierungsinstrument für Unternehmen sind. Schuldscheine richten sich an einen relativ kleinen Kreis ausgewählter Investoren wie Banken und Versicherungen. Damit nehmen sie eine Zwischenstellung zwischen Anleihen und Konsortialkrediten ein. Für die Unternehmen impliziert dies einen geringeren Aufwand als eine Anleiheemission. Während bei einer Anleihefinanzierung in der Regel mittlere bis große Volumina aufgenommen werden, eignen sich Schuldscheine eher bei einem kleinen bis mittleren Finanzierungsbedarf. Marktbeobachtern zufolge war zuletzt ein steigendes Kapitalangebot am Schuldscheinmarkt zu verzeichnen. Offenbar haben im derzeitigen Marktumfeld auch solche Unternehmen Zugang zu diesem Markt, die ihn bislang nicht in Anspruch genommen hatten. Die gemessen an der Marktgröße eher mäßig gewachsene Bedeutung der Anleihefinanzierung für deutsche Unternehmen dürfte zumindest teilweise auch durch den stärkeren Rückgriff auf Schuldscheine zu erklären sein.

Nach Fristigkeit betrachtet handelt es sich bei den umlaufenden Unternehmensanleihen im

Umlauf von Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen *)

Region	Markt- umlauf in Mrd €	Anteil am Gesamt- markt im Euroraum in %	Markt- wachstum seit Ende 2010 in Mrd €
Deutschland	146,6	14	28,7
Frankreich	489,1	48	204,5
Italien	117,9	12	34,1
Spanien	32,6	3	19,1
Niederlande	59,9	6	7,0
Euroraum	1 020,4	100	337,3

Quelle: EZB. * Auf Euro lautend. Stand: Mai 2017.
 Deutsche Bundesbank

gesamten Berichtszeitraum weit überwiegend um langfristige Papiere mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr. Da die Unternehmen zuletzt bei steigenden Emissionen lang laufender Anleihen vergleichsweise wenige Geldmarktpapiere emittierten, weitete sich die Dominanz langfristiger Anleihen im Trend weiter aus: Zuletzt entfielen hierauf 92% des Umlaufs an Schuldverschreibungen.

Markt dominiert von langfristigen Papieren ...

Nach Qualitätskriterien unterteilt weisen von den umlaufenden Anleihen etwa drei Viertel ein Investment-Grade-Rating auf (vgl. Schaubild auf S. 20). Der Umlauf von Anleihen ohne Investment Grade verzeichnete in den letzten Jahren allerdings ein überdurchschnittliches Wachstum: So stieg der Anteil hochverzinslicher Anleihen am gesamten Umlauf seit Anfang 2011 auf knapp ein Fünftel deutlich an. Außerdem nahm der Anteil von nicht durch Ratingagenturen bewerteten Anleihen zu.

... und von Anleihen mit Investment Grade

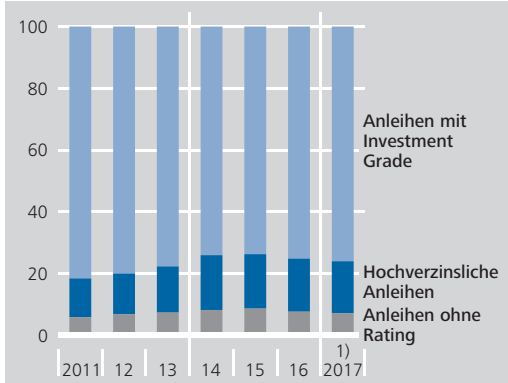
Zu dem gestiegenen Gewicht von Anleihen ohne Investment Grade könnte zum einen beigetragen haben, dass in den letzten Jahren – auch vor dem Hintergrund verschlechterter Ratings einiger Euro-Mitgliedstaaten – mehr bereits im Umlauf befindliche Anleihen herab- als heraufgestuft wurden. Zum anderen zeigen Da-

Zunehmendes Gewicht von Anleihen ohne Investment Grade

4 Quelle: BIZ.

Ratings von Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen^{*)}

Anteile am Gesamtumlauf in %



Quelle: Dealogic. * Unternehmen mit Sitz im Euroraum.
 1) Stand: April 2017.

Deutsche Bundesbank

ten des privaten Datenanbieters Dealogic aber auch, dass Unternehmen ohne Investment Grade den Bondmarkt überdurchschnittlich stark in Anspruch nahmen. So lag der Anteil hochverzinslicher Anleihen an den gesamten Emissionen (netto) seit 2011 mit 26% deutlich über ihrem Anteil am Gesamtumlauf von zuletzt 17% (vgl. oben stehendes Schaubild). Dies legt nahe, dass die Anleihefinanzierung für bonitätschwächere Unternehmen im Vergleich mit alternativen Finanzierungsmöglichkeiten besonders stark an Attraktivität gewann. Vor allem französische, aber auch deutsche sowie – in geringerem Umfang – italienische und spanische Unternehmen trugen zur lebhaften Emission hochverzinslicher Anleihen bei.

Versicherungen und sonstige finanzielle Institute wichtigste Investoren

Die wichtigsten Nachfrager nichtfinanzieller Unternehmensanleihen sind institutionelle Anleger, und zwar Versicherungen (einschl. Pensionseinrichtungen) und sonstige finanzielle Institute (Other Financial Intermediaries: OFIs) wie zum Beispiel Investmentfonds, die sich in ähnlichem Umfang in europäischen Unternehmensanleihen engagieren.⁵⁾ Diese beiden Anlegergruppen bauten in den letzten Jahren ihre Bestände deutlich aus. Die Ausweitung ihres Engagements geht zumindest teilweise mit Portfoliumschichtungen zulasten von Schuldverschreibungen Monetärer Finanzinstitute einher. Darin dürften zum einen Angebotsfaktoren

zum Ausdruck kommen, wie die Bestrebungen vieler Banken, ihre Bilanzen zu konsolidieren. Zum anderen dürften sich aber auch nachfragebedingte Effekte niedergeschlagen haben. So trennten sich institutionelle Investoren auch von gedeckten Bankschuldverschreibungen (Covered Bonds), die sie im Rahmen der Kaufprogramme für gedeckte Schuldverschreibungen an das Eurosystem veräußerten.⁶⁾ Die frei gewordenen Mittel wurden stattdessen in Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen investiert.

Außer Versicherungen und OFIs halten auch Kreditinstitute (ohne Zentralbanken) und private Haushalte (inkl. privater Organisationen ohne Erwerbzweck) in nennenswertem Umfang Unternehmensanleihen; diese Anleger reduzierten ihre Bestände in den letzten Jahren aber merklich. Mit dem Beginn der Unternehmensanleihekäufe im Juni 2016 im Rahmen des CSPP trat schließlich auch das Eurosystem als relevanter Investor von Unternehmensanleihen in Erscheinung (siehe Erläuterungen auf S. 22 ff.).

Kreditinstitute, private Haushalte und Zentralbanken als weitere Investoren

Wichtige Ursachen für das Marktwachstum

Substitution von Bankkrediten stützt Angebot an Unternehmensanleihen

Ergebnisse der Finanzierungsrechnung und der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung zeigen, dass sich die einbehaltenen Unternehmensgewinne nichtfinanzieller Unternehmen im Euroraum nach der Finanz- und Staatsschuldenkrise rasch wieder erholten. In diesem Umfeld gewann die Finanzierung über einbehaltene Gewinne (Innenfinanzierung) gegenüber der Finanzierung über beispielsweise Bankkredite

Finanzierung über einbehaltene Gewinne wichtiger geworden

⁵ Quelle: EZB, Securities Holdings Statistics by Sectors.

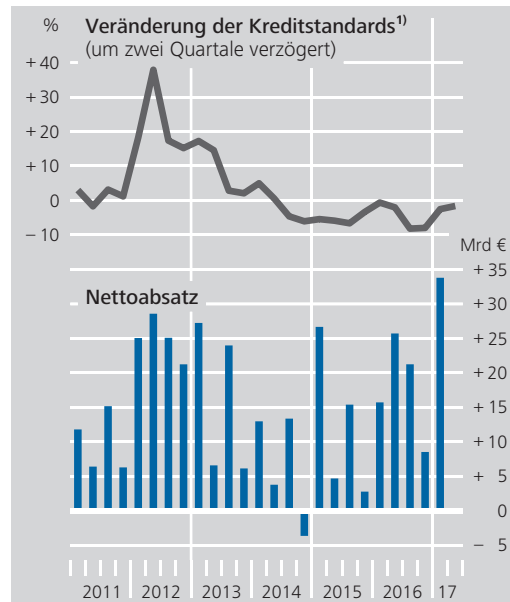
⁶ In den hier gewählten Berichtszeitraum seit Anfang 2011 fallen das CBPP2 mit einem nominalen Kaufvolumen von 16,4 Mrd €, das ab November 2011 umgesetzt wurde, und das seit Oktober 2014 laufende CBPP3, für das kein Gesamtvolumen spezifiziert ist, in dessen Rahmen das Eurosystem bislang aber Covered Bonds im Wert von 223,9 Mrd € erworben hat.

und Anleihen (Außenfinanzierung) an Relevanz. Innerhalb der Außenfinanzierung dominierten in den Krisenjahren Kredite von Nichtbanken und Kredite aus dem Ausland sowie die Begebung von Anteilsrechten, während Bankkredite netto abgebaut wurden. Außerdem griffen die Unternehmen auch vermehrt auf die Anleihefinanzierung zurück. Dies deutet darauf hin, dass Unternehmen mit Kapitalmarktzugang Bankkredite teilweise durch Schuldverschreibungen ablösten und dadurch angebotsseitig einen höheren Umlauf von Unternehmensanleihen stützten.

Höheres Angebot an Unternehmensanleihen durch Substitution von Bankkrediten

In den von der Staatsschuldenkrise geprägten Jahren dürfte ein wichtiges Motiv für eine solche Substitution darin gelegen haben, dass Bankkredite in geringerem Umfang oder zu ungünstigeren Bedingungen verfügbar waren.⁷⁾ In Peripherieländern mit eng verflochtenen Staats- und Bankensektoren wie Italien und Spanien stiegen damals die Finanzierungskosten für die Banken deutlich an, was das Kreditangebot in diesen Ländern dämpfte. Vom EZB im Rahmen der Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey: BLS) erhobene Daten über die Standards von Bankkrediten bestätigen, dass diese sich für große Unternehmen – für die eine Anleihefinanzierung denkbar ist – seinerzeit merklich verschlechterten. Unter der Annahme, dass sich die Kreditrichtlinien mit einem halben Jahr Verzögerung auf den Nettoabsatz von Unternehmensanleihen auswirken, lässt sich in den Jahren 2011 bis 2014 ein enger positiver Zusammenhang zwischen verschärften Kreditstandards und (netto) emittierten Unternehmensanleihen nachweisen (siehe oben stehendes Schaubild). In diesem Zeitraum weiteten die Unternehmen das Angebot an Anleihen aus, die trotz ebenfalls gestiegener marktbasierter Finanzierungskosten offenbar eine relativ attraktive Finanzierungsquelle darstellten. Als sich die Kreditstandards dann in einem ruhigeren Finanzmarktumfeld verbesserten, dürfte das Motiv, Bankkredite durch Anleihen zu ersetzen, an Relevanz verloren haben. Zu den seit 2014 trotzdem wieder anziehenden Anleiheemissionen trugen dann vermutlich insbesondere

Veränderung der Kreditstandards für große Unternehmen¹⁾ und Nettoabsatz von Unternehmensanleihen



* Gemäß Bank Lending Survey. 1 Der Nettosaldo ist im Bank Lending Survey definiert als Differenz zwischen der Summe der Angaben für „deutlich verschärft“ und „leicht verschärft“ und der Summe der Angaben für „etwas gelockert“ und „deutlich gelockert“ (in %).
 Deutsche Bundesbank

die sinkenden sicheren Zinsen, die zunehmende Renditesuche der Anleger und zuletzt auch das CSPP bei (vgl. S. 24 f.).

Die Entwicklung des Bankkreditvolumens stützt diese Vermutung. Denn während sich das Kreditvolumen an nichtfinanzielle Unternehmen im Euroraum vor allem zwischen 2011 und 2014 zurückbildete und nach einer Stabilisierungsphase erst zuletzt wieder leicht wuchs, weitete sich der Umlauf an Unternehmensanleihen kon-

Kreditvolumen nach Rückgang in Krisenjahren stabilisiert

⁷⁾ Diese Schlussfolgerung steht im Einklang mit einer Untersuchung von Beschwitz und Howells. Ihre Ergebnisse weisen darauf hin, dass die Unternehmen nach der Finanzkrise, als sich ihr Zugang zu Bankkrediten verschlechterte, mehr Anleihen emittierten. Vgl.: B. von Beschwitz und C. T. Howells (2016), Are euro area corporate bond markets irrelevant? The effect of bond market access on investment, International Finance Discussion Papers 1176, Board of Governors of the Federal Reserve System. Einige Studien deuten darauf hin, dass die Möglichkeit zur Substitution von Bankkrediten durch die Emission von Unternehmensanleihen den negativen Effekt von Kreditangebotsschocks auf die Realwirtschaft jedenfalls teilweise abmildern konnten. Vgl.: F. de Fiore und H. Uhlig (2015), Corporate debt structure and the financial crisis, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 47 (8), 1571–1598.

Das Kaufprogramm für Unternehmensanleihen

Am 10. März 2016 beschloss der Rat der Europäischen Zentralbank das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (Corporate Sector Purchase Programme: CSPP). Das CSPP, in dessen Rahmen seit dem 8. Juni 2016 Unternehmensanleihen von Emittenten mit Sitz im Euroraum erworben werden, erweiterte damit das bestehende Programm zum Ankauf von Vermögenswerten, das bereits Ankäufe von Staatsanleihen (Public Sector Purchase Programme: PSPP), Covered Bonds (Covered Bond Purchase Programme 3: CBPP3) und Verbriefungen (Asset-Backed Securities Purchase Programme: ABSPP) umfasste. Ziel des CSPP ist es, die Finanzierungsbedingungen der Realwirtschaft zu verbessern, eine zusätzliche geldpolitische Lockerung zu bewirken und damit zu einer Inflationsrate von mittelfristig unter, aber nahe 2% beizutragen.

Die Ankäufe werden von sechs nationalen Zentralbanken im Auftrag des Eurosystems ausgeführt. Jede nationale Zentralbank ist hierbei für überschneidungsfreie Marktsegmente, definiert nach regionaler Zuordnung des Sitzes des Emittenten, zuständig (siehe Tabelle auf S. 23). Entsprechend erwirbt die Bundesbank Anleihen deutscher und in Deutschland ansässiger Unternehmen sowie Anleihen ihrer niederländischen Finanzierungstochter. Da solche Titel grundsätzlich risikobehaftet sind, nehmen die Zentralbanken durch die Ankäufe Risiken auf ihre Bilanz. Sowohl Erträge als auch mögliche Verluste werden zwischen allen nationalen Zentralbanken des Eurosystems entsprechend ihren Kapitalanteilen an der EZB geteilt.

müssen, um für die Ankäufe infrage zu kommen. Die Papiere müssen als notenbankfähige Sicherheiten für geldpolitische Refinanzierungsgeschäfte zulässig sein, Mindestratings von im Eurosystem akzeptierten externen Ratingagenturen aufweisen, in Euro denominated sein und zudem weitere Anforderungen erfüllen, wie zum Beispiel Mindestanforderungen an die Restlaufzeit. Die Kriterien werden vor den Ankäufen geprüft und gelten für Käufe der Bundesbank sowie für alle anderen Zentralbanken im Eurosystem, die den Ankauf von Unternehmensanleihen im CSPP durchführen. Weitere Vorkehrungen, darunter Emissionslimite, dienen der Begrenzung der Risiken des CSPP. Konkret kauft das Eurosystem im Rahmen des CSPP nur festverzinsliche Wertpapiere mit einem Rating im Investment-Grade-Bereich¹⁾, einer Restlaufzeit von mehr als sechs Monaten und weniger als 31 Jahren, die in Euro denominated sind, deren Rendite zum Zeitpunkt des Kaufs über dem Satz der Einlagefazilität liegt und die von einem Unternehmen mit Sitz im Euroraum emittiert wurden. Maximal dürfen 70% einer Emission gekauft werden. Zum kaufbaren Universum zählen Anleihen von im Euro-Währungsgebiet ansässigen Emittenten auch dann, wenn diese Tochterunternehmen von Gesellschaften sind, die außerhalb des Euro-Währungsgebiets ihren Sitz haben. Ausgeschlossen sind hingegen Bankanleihen sowie Anleihen von Unternehmen, deren Muttergesellschaft eine Bank ist. Auch Anleihen von Investmentgesellschaften sind nicht zulässig.²⁾ Das Eurosystem ist im Rahmen des CSPP sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt aktiv. Ausgeschlossen

Für das Kaufprogramm wurden Qualitätskriterien definiert, die Wertpapiere erfüllen

¹ First-best-Rating von BBB- oder besser.

² Hierunter fallen z. B. auch Abwicklungsanstalten, sog. Bad Banks.

sind aber – in Übereinstimmung mit dem PSPP – Teilnahmen an Primärmarktmissionen öffentlicher Unternehmen. Solche Ankäufe sind vertraglich verboten (Verbot monetärer Staatsfinanzierung nach Artikel 123 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union).³⁾

Am 20. Juli 2017 erreichten die Bestände des Eurosystems der im Rahmen des CSPP getätigten Ankäufe einen Buchwert von 102,0 Mrd €. Die Käufe der Bundesbank machten dabei insgesamt einen Anteil von etwa 24% aus. Das eigentliche Ankaufvolumen lag aber etwas höher, da Tilgungen während der Programmlaufzeit vollständig reinvestiert werden. Durchschnittlich stieg der Bestand um monatlich etwa 7 Mrd € an. Der Bestandsaufbau erfolgte dabei recht kontinuierlich. Saisonale Schwankungen in der Marktliquidität – vor allem über die Sommermonate und zum Jahresende – wurden aber beim Kauf berücksichtigt. Hintergrund hierfür ist, dass die Ankäufe möglichst marktschonend implementiert werden sollen.

Am Primärmarkt erwarb das Eurosystem bis zum 20. Juli 2017 Anleihen für 15,3 Mrd €. Davon entfielen 4,0 Mrd € auf die Bundesbank. Der Primärmarktanteil an Käufen der Bundesbank lag bei 16% und entspricht damit demjenigen des Eurosystems insgesamt. Bei den Ankäufen werden ebenfalls saisonale Schwankungen im Emissionsverhalten der Unternehmen beachtet. So gelten insbesondere die ersten Monate eines Jahres sowie die Monate nach der Sommerpause als die aktivsten im Emissionskalender der Unternehmen. Zusätzlich bestehen für die Unternehmen rund um die Bekanntgabe der Quartalsergebnisse Emissionsbeschränkungen. Der Anteil der am Primärmarkt erworbenen Unternehmensanleihen am gesamten CSPP-Kaufvolumen lag deshalb in

Aufteilung der Marktsegmente auf die nationalen Zentralbanken

Nationale Zentralbank	Marktsegment
Banque Nationale de Belgique	BE, CY, GR, LU, MT, PT, NL, SI und SK
Deutsche Bundesbank	DE und NL ¹⁾
Banco de España	ES und NL ¹⁾
Suomen Pankki/ Finlands Bank	AT, EE, FI, IE, LT, LV
Banque de France	FR
Banca d'Italia	IT und NL ¹⁾

¹ Durch niederländische Emittenten begebene Anleihen, die Finanzierungstöchter von in Deutschland, Italien und Spanien ansässigen Unternehmen sind.
 Deutsche Bundesbank

den Sommermonaten 2016 zwischen 4% und 8%, im September 2016 aber bei 20%.

Um mögliche negative Liquiditätseffekte gering zu halten, stellt die Bundesbank im Rahmen der geldpolitischen Programme erworbene Bestände grundsätzlich für die Wertpapierleihe zur Verfügung. Seit Anfang April 2015 nimmt die Bundesbank am Automated Securities Lending (ASL) der Clearstream Banking Luxemburg (CBL) für die geldpolitischen Programme teil. ASL ermöglicht den Entleihern der Wertpapiere die Vermeidung von Abwicklungsfehlern (sog. Fails-Leihe). Seit dem 18. Juli 2016 sind die Bestände des CSPP sowohl über ASL als auch über die strategische Leihefazilität „ASLplus“ der CBL verfügbar. In ASLplus können Marktteilnehmer diese Wertpapiere zu einem Mindest-Spread über dem aktuellen Satz für General Collateral entleihen. Leihegeschäfte im Rahmen des ASLplus erfolgen stets liquiditäts-

³ Öffentliche Unternehmen werden hierbei gemäß Art. 8 der Council Regulation (EC) Nr. 3603/93 vom 13. Dezember 1993 definiert. Danach gelten alle Unternehmungen als öffentlich, in denen der Staat, inkl. regionaler und lokaler Behörden, einen beherrschenden Einfluss direkt oder indirekt ausüben kann. Dies kann über Eigentum, finanzielle Beteiligung oder gesetzliche Bestimmungen erfolgen. Neben der Nichtteilnahme am Primärmarkt finden weitere Regelungen des PSPP Anwendung, wie z. B. ein reduziertes Emissionslimit von max. 33%.

neutral („cash neutral“), weil Sicherheiten nur in Form von Wertpapieren akzeptiert werden. Die maximale Laufzeit eines Wertpapierleihegeschäfts beträgt 35 Tage.⁴⁾

Die Implementierung der Käufe soll möglichst marktneutral erfolgen, um geldpolitisch induzierte Verzerrungen gering zu halten. Die Käufe orientieren sich deshalb sowohl an der Liquidität einzelner Anleihen im Sekundärmarkt als auch an der Struktur des der Bundesbank zugewiesenen Marktsegments. Hier macht der Automobilsektor den größten Anteil am zulässigen Gesamtmarkt aus, was sich entsprechend im CSPP-Portfolio der Bundesbank spiegelt. Die nächstgrößeren Sektoren bilden die Unternehmen der Chemiebranche sowie die Versorgungsunternehmen. Die größten drei Sektoren haben zusammen einen Anteil von rund 60% am zulässigen Gesamtmarkt.

Mit steigenden CSPP-Beständen wächst auch die Bedeutung des Eurosystems als Gläubiger. Ein wichtiger Punkt in diesem Zusammenhang betrifft das Verhalten des Eurosystems im Rahmen von Gläubigerversammlungen⁵⁾. Eine Einflussnahme des Eurosystems – in seiner Gläubigerrolle – auf die Geschäftspolitik eines Unternehmens steht jedoch im Widerspruch zu dem Prinzip der Neutralität bei der Implementierung der Geldpolitik. Entsprechend ist das Eurosystem in solchen Fällen darauf bedacht, sich möglichst neutral zu verhalten.

⁴ Die Liste der angekauften und über die Leihefazilität verfügbar gemachten Unternehmensanleihen befindet sich unter dem Link https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Dossier/Aufgaben/outright_geschaefte.html?notFirst=true&docId=335224#chap unter der Rubrik „Im Lending verfügbare Wertpapiere“ auf der Webseite der Deutschen Bundesbank.

⁵ Im Rahmen einer Gläubigerversammlung (Consent Solicitation) erbittet der Emittent die Zustimmung der Gläubiger zur Änderung wesentlicher (Emissions-)Bedingungen einer Anleihe.

tinuierlich aus. Relativ betrachtet nahm daher die Bedeutung der marktbasierter Fremdfinanzierung über Unternehmensanleihen merklich zu.

Relativer Bedeutungszuwachs der Anleihefinanzierung in einzelnen Euro-Mitgliedstaaten

Die gewachsene Bedeutung der Anleihefinanzierung im Verhältnis zu einer Finanzierung über Bankkredite kann nicht nur für den gesamten Euroraum, sondern auch für die vier größten Mitgliedstaaten nachgewiesen werden. Sie lässt sich vor allem für französische Unternehmen, aber auch für deutsche, italienische und in abgeschwächter Form auch für spanische Unternehmen zeigen. Das Motiv, Bankkredite durch Anleihen zu substituieren, dürfte hierbei insbesondere für Unternehmen aus den Peripherieländern eine Rolle gespielt haben, in denen sich die Angebotsbedingungen für Bankkredite verschärften. Hingegen dürften für französische und deutsche Unternehmen, die ihre Bankkreditaufnahme im Ergebnis ausweiteten, stärker die im Verhältnis zu den Kreditzinsen günstigeren Finanzierungsbedingungen am Markt

für Unternehmensanleihen im Vordergrund gestanden haben.

Auswirkungen des Niedrigzinsumfelds und des CSPP

Mit der in den Hintergrund tretenden Staatsschuldenkrise sowie der nicht nur im Euroraum, sondern weltweit sehr expansiven Geldpolitik gingen die Renditen europäischer Staatsschuldverschreibungen in den letzten Jahren deutlich zurück. Die Renditen von Bundesanleihen, die im zehnjährigen Laufzeitbereich Ende 2013 bereits auf knapp 2% gefallen waren, verzeichneten seit 2014 einen beschleunigten Rückgang (vgl. Schaubild auf S. 26). Dabei erreichten sie mehrfach historische Tiefstände und fielen zeitweise sogar in den negativen Bereich. Im Frühjahr 2015 („Bund-Tantrum“) und in der zweiten Hälfte des Jahres 2016 kam es zeitweilig zu gewissen, aber letztlich nicht nachhaltigen Gegenbewegungen. Auch gegen Ende des Berichts-

Kräftiger Rückgang des risikofreien Zinses ...

zeitaufs stiegen die Renditen wieder etwas an. Damit liegen sie mit etwa 0,4% zwar wieder über ihren Rekordtiefständen; im historischen Vergleich sind sie aber weiterhin außerordentlich niedrig.

... beeinflusst Angebot und Nachfrage am Markt für Unternehmensanleihen

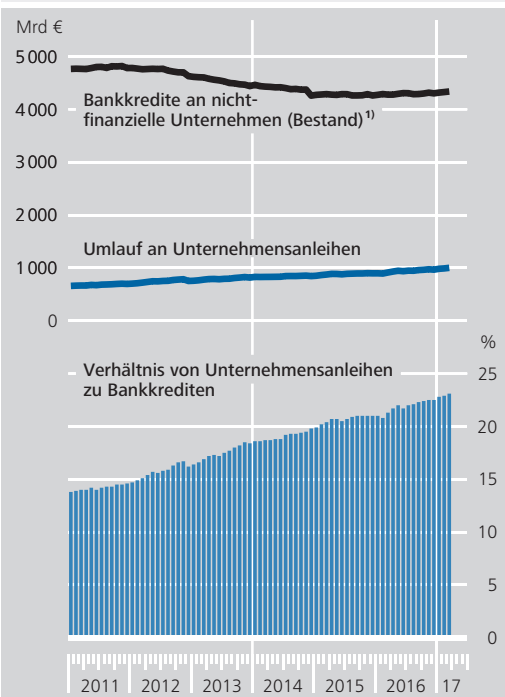
Am Markt für Unternehmensanleihen dürfte der Renditerückgang sowohl die Angebots- als auch die Nachfrageseite beeinflusst haben. Um zu überprüfen, inwiefern die fallenden sicheren Renditen mit einer verstärkten Suche der Investoren nach Rendite („search for yield“) und damit einer Nachfrageausweitung einhergingen, wird im Folgenden die Entwicklung des Risikoappetits der Anleger untersucht. Hierzu wird mit einer Hauptkomponentenanalyse eine Messgröße berechnet, die aus mehreren Einzelindikatoren, die für Risikoeinschätzungen relevant sein dürften, einen gemeinsamen zeitvariablen Bestimmungsfaktor herausfiltert.⁸⁾ Dieser gemeinsame Faktor kann dann als Maß für die Risikoaversion interpretiert werden, das im Durchschnitt des Berichtszeitraums – der wesentlich von der Finanz- und Staatsschuldenkrise sowie der Niedrigzinspolitik geprägt ist – auf den Wert null normiert ist.

Gewachsener Risikoappetit deutet auf stärkere Nachfrage nach Unternehmensanleihen hin

Dem Indikator zufolge zeichneten sich die Anleger in den Jahren 2011 und 2012 in einem von der Staatsschuldenkrise geprägten Umfeld durch eine sehr hohe Risikoaversion aus, die sich anschließend aber abschwächte (siehe Schaubild auf S. 26). Seit Herbst 2013 ist dann weit überwiegend eine unterdurchschnittliche Risikoaversion (überdurchschnittlicher Risikoappetit) zu verzeichnen, die sich seither hauptsächlich seitwärts bewegte. Die Entwicklung des so gemessenen Risikoappetits deutet darauf hin, dass das Motiv der Renditesuche für die Anleger etwa seit Herbst 2013 eine wichtige Rolle spielen könnte. Zusammen mit den rückläufigen sicheren Zinsen weist dies auf eine stärkere Nachfrage nach risikobehafteten Anlagen hin, die eine höhere Rendite als sichere Staatsanleihen bieten. Im Falle von Unternehmensanleihen dürfte diese zusätzliche Nachfrage vor allem auf bedeutende institutionelle Anleger

Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Unternehmen im Euroraum

Monatsendstände



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. 1 Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen. Deutsche Bundesbank

wie Versicherungen und Investmentfonds zurückgehen.

Der Befund eines gewachsenen Risikoappetits deckt sich mit der auf Seite 19 f. beschriebenen Marktentwicklung. So deutet auch der seit 2014 vergleichsweise hohe Anteil hochverzinslicher Papiere am Gesamtumlauf auf eine gestiegene Risikoakzeptanz unter den Anlegern hin. Ein weiteres Indiz hierfür stellt die in den letzten Jahren zunehmende Bereitschaft dar, in lang laufende Anleihen zu investieren, die ein

Weitere Indizien für gestiegenen Risikoappetit

⁸ Zur Methodik der Hauptkomponentenanalyse siehe die Erläuterungen in: Deutsche Bundesbank, Konstruktion eines aggregierten Risikoappetit-Indikators mit einer Hauptkomponentenanalyse, Monatsbericht, August 2008, S. 40 f. In die Analyse fließen folgende Einzelindikatoren ein: implizite Volatilität europäischer Aktien (VSTOXX), zeitvariable Korrelation zwischen den Erträgen langfristiger Bundesanleihen und dem Euro Stoxx, Renditeaufschläge auf europäische BBB-Unternehmensanleihen, CDS-Prämien europäischer Unternehmen mit Investment Grade (iTraxx Europe) und CDS-Prämien europäischer High-Yield-Unternehmen (iTraxx Europe Crossover).



Günstige Finanzierungsbedingungen stützen Angebot an Unternehmensanleihen

höheres Zinsänderungsrisiko implizieren als Bonds mit kurzer Laufzeit.

Indem sich die rückläufigen sicheren Zinsen auch in niedrigeren marktbasierteren Finanzierungsbedingungen der Unternehmen niederschlugen (vgl. S. 27) und somit günstigere Voraussetzungen für Investitionen schufen, dürften sie sich positiv auf das Angebot an Unternehmensanleihen ausgewirkt haben. In einem nach dem Höhepunkt der Staatsschuldenkrise insgesamt wieder freundlicheren Kapitalmarktumfeld zog seit 2014 zudem das Geschäft mit Unternehmensübernahmen und -fusionen an. Hierbei waren sowohl eine voranschreitende Konsolidierung vieler Branchen als auch zahlreiche branchenübergreifende Transaktionen zu verzeichnen. Der damit verbundene Finanzierungsbedarf wurde teilweise über die Emission von Anleihen gedeckt.

Die Emissionstätigkeit am Markt für Unternehmensanleihen stand außerdem unter dem Ein-

fluss des CSPP (siehe Erläuterungen auf S. 22 ff.). So erwirbt das Eurosystem seit dem 8. Juni 2016 bis zu 70% des Emissionsvolumens zulässiger Unternehmensanleihen. Das Programm, das die Wirtschaftsaktivität und die Inflationsentwicklung positiv beeinflussen soll, trug vor allem unmittelbar nach seiner Ankündigung am 10. März 2016 zu sinkenden Unternehmensanleiherenditen und fallenden Risikoprämien für Unternehmensanleihen bei. Es schuf aber wohl insbesondere zusätzlichen Spielraum für die Begebung von Anleihen. Jedenfalls liegt es nahe, die seitdem anziehenden Nettoemissionen nichtfinanzieller Anleihen zumindest teilweise dem CSPP zuzurechnen.

CSPP schafft zusätzlichen Spielraum für Anleihebegebung, ...

Mit der Umsetzung des CSPP wurden gleichwohl mögliche unerwünschte Nebenwirkungen in Kauf genommen. Dazu zählt – trotz der derzeit relativ günstigen Bankkreditkonditionen – das Risiko einer Begünstigung kapitalmarktkompativer Unternehmen. Denn damit Anleihen eines Unternehmens im Rahmen des CSPP gekauft werden können, müssen sich die Unternehmen einer externen Bonitätsprüfung durch eine im Euroraum zugelassene externe Ratingagentur unterziehen. Für große Unternehmen, die ohnehin an den internationalen Kapitalmärkten aktiv sind, stellt das in der Regel keine zusätzliche Belastung dar. Für kleinere und mittlere Unternehmen mit geringerem Finanzierungsbedarf lohnen sich die nicht unerheblichen Kosten einer solchen Prüfung aber häufig nicht. Sie finanzieren sich deshalb zumeist über Bankkredite und weniger über den Kapitalmarkt. Das Eurosystem greift insofern tiefer in Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen ein als mit konventionellen geldpolitischen Maßnahmen. Zudem erwächst dem Eurosystem als Gläubiger von Unternehmen eine neue Rolle, wenn es im Rahmen von Gläubigerversammlungen zu Änderungen wesentlicher Emissionsbedingungen einer Anleihe kommen soll. Diese Rolle kann in einem Spannungsverhältnis zu dem Prinzip stehen, dass die Geldpolitik möglichst neutral, also ohne Einfluss auf die Geschäftspolitik eines Unternehmens, erfolgen soll. Hinzu kommen Bilanzrisiken für das Euro-

... hat aber Nebenwirkungen

system, die trotz der vorgesehenen Risikokontrollmaßnahmen größer sind als bei typischen Refinanzierungsgeschäften mit Kreditinstituten. Ein weiterer unerwünschter Effekt sind mögliche Preisverzerrungen am Markt für Unternehmensanleihen, soweit die Zentralbankkäufe nicht alle Anleihekurse gleichmäßig beeinflussen und die sich herauskristallisierenden Preise das den Anleihen innewohnende Risiko nicht mehr adäquat spiegeln sollten.

Preisaspekte der Marktentwicklung

Der beschriebene Absatz und Erwerb von Unternehmensanleihen ist eng verschränkt mit anderen Marktparametern, wie beispielsweise Renditen, Spreads und Marktliquidität. Auf Grundlage einer Schätzung (Regressionsanalyse) wird deshalb untersucht, inwieweit einschlägige Finanzmarktvariablen zur Erklärung der Renditeentwicklung beitragen. Ergänzend zu dieser Untersuchung, die auf die durchschnittliche Renditeänderung im Berichtszeitraum abstellt, wird in der anschließenden Varianzanalyse untersucht, wie stark die Renditen im Zeitablauf schwanken und worauf diese Schwankungen zurückgingen.

Entwicklung der Renditen, Spreads und Marktliquidität

Die Anleiherenditen nichtfinanzieller und finanzieller Unternehmen des Euroraums gingen im Berichtszeitraum stark zurück, und zwar vor allem zwischen Herbst 2011 und Frühjahr 2015. Gemessen an den entsprechenden marktbreiten Indizes von Barclays waren insbesondere die in der Krisenphase sehr stark gestiegenen Renditen hochverzinslicher Anleihen rückläufig; aber auch die Renditen von Anleihen mit Investment Grade, die Ende 2011 noch über 5% lagen, gaben seitdem merklich nach (vgl. oben stehendes Schaubild).⁹⁾ Seit Frühjahr 2015 änderten sich die Renditen – auch unter Einfluss der Effekte des CSPP – im Ergebnis nur

Renditen von Unternehmensanleihen bis Frühjahr 2015 stark gefallen, danach Seitwärtsentwicklung



noch geringfügig; zuletzt betragen sie etwa 3,4% (hochverzinsliche Anleihen) beziehungsweise 0,8% (Anleihen mit Investment Grade). Im historischen Vergleich sind das außerordentlich niedrige Renditen.

Da aber die Bundesanleiherenditen ebenfalls rückläufig und zuletzt bis in den sechsjährigen Bereich negativ waren, gingen die Renditeaufschläge nichtfinanzieller und finanzieller Unternehmensanleihen gegenüber laufzeitgleichen Bundesanleihen weniger stark zurück als die Unternehmensanleiherenditen. Verglichen mit den hohen Niveaus im Herbst 2011 gaben aber auch sie merklich nach, auch hier vor allem bis zum Frühjahr 2015. Derzeit liegen sie bei etwa 390 Basispunkten für Hochzinsanleihen und 95 Basispunkten für Anleihen mit Investment-Grade-Status. Zusammen mit den nachgeben-

Einengung der Spreads signalisiert vergleichsweise hohe Bewertung

⁹⁾ Die durchschnittliche Restlaufzeit der in beiden Barclays-Indizes enthaltenen Anleihen liegt zwischen vier und sechs Jahren.

Geld-Brief-Spannen von Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen im Euroraum der Ratingklasse BBB^{*)}

%-Punkte, Tageswerte



Quelle: Bloomberg. * Mittlere Geld-Brief-Spanne der Renditen von Senior-Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen der Ratingklasse BBB im Euroraum, die im „BofA Merrill Lynch BBB Euro Corporate Index“ enthalten sind.

Deutsche Bundesbank

den Spreads bei Staatsanleihen engten sich die Anleihespreads von Finanzunternehmen stärker ein als die Renditeaufschläge nichtfinanzieller Unternehmensanleihen, sodass sich der Renditeabstand zwischen beiden Sektoren merklich zurückbildete. Sowohl die Spreads von Investment-Grade-Anleihen als auch die von hochverzinslichen Anleihen lagen zuletzt unter ihren entsprechenden Fünfjahresmitteln, was auf eine vergleichsweise hohe Bewertung hinweist. Gleichwohl liegen die Spreads noch über ihren jeweiligen Vorkrisenwerten von Anfang 2007, die sich damals vor dem Hintergrund deutlich höherer sicherer Zinsen vergleichsweise stark eingengt hatten.

Vergleich mit modell-theoretischem Replikationsportfolio

Hinweise auf das relative Bewertungsniveau von Unternehmensanleihen können außerdem gewonnen werden, indem man ihre Wertentwicklung mit der Entwicklung eines modell-theoretischen Replikationsportfolios vergleicht, das sich aus Aktien der Unternehmen und sicheren Anleihen zusammensetzt.¹⁰⁾ Ein solcher Vergleich sollte zwar vorsichtig interpretiert werden, weil unter anderem die Unsicherheit berücksichtigt werden muss, die dem verwendeten Modell zugrunde liegt, und einige vereinfachende Annahmen für die Berechnung des Replikationsportfolios getroffen werden.¹¹⁾ Unter diesem Vorbehalt deutet gleichwohl auch die im Vergleich zu einem (Merton-Modell-

basierten) Replikationsportfolio stärkere Wertentwicklung der Unternehmensanleihen auf eine eher hohe relative Bewertung hin.

Bei einer hohen Bewertung ist nicht auszuschließen, dass besonders vorsichtig agierende private Investoren vom Markt verdrängt werden könnten, wenn diese wegen des niedrigen Renditeniveaus entsprechende Titel nicht mehr für attraktiv halten. Im Aggregat zeigt sich diese Verdrängung in einem zunehmenden Risikoappetit der verbleibenden Marktteilnehmer. Auch die Marktliquidität, also die Einfachheit, mit der ohne große Preisausschläge gehandelt werden kann, könnte mit der Verdrängung einiger privater Investoren tendenziell beeinträchtigt worden sein. Dies könnte die Effizienz der Kapitalallokation schwächen, wenn dadurch weniger relevante Informationen in die Preisbildung einfließen.

Hohe Bewertung birgt Risiken

Weitgehend im Gleichlauf mit den Renditeaufschlägen entwickelten sich die Geld-Brief-Spannen der Unternehmensanleihen (vgl. oben stehendes Schaubild). Geld-Brief-Spannen werden gemeinhin als ein Maß für Handelskosten und als ein Indikator für Marktliquidität aufgefasst. Daran gemessen erscheinen Unternehmensanleihen von Emittenten aus dem Euroraum deutlich liquider als Mitte 2011, wenngleich etwas weniger liquide als vor Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008.

Geld-Brief-Spannen der Unternehmensanleihen rückläufig

¹⁰ Ein solches Replikationsportfolio kann unter den Annahmen des einfachen Modells von Merton (1974) ermittelt werden. In diesem Modellrahmen entspricht die erwartete Rendite einer Unternehmensanleihe der sicheren Rendite, zzgl. der mit der sog. Hedge ratio gewichteten Aktienrisikoprämie. Die Hedge ratio ist dabei die Sensitivität des Fremdkapitalwerts des Unternehmens gegenüber dem Eigenkapitalwert. Zum Zusammenhang zwischen Unternehmensanleihen, Aktien und sicheren Anleihen im Merton-Modellrahmen vgl.: N. Dötz, Decomposition of country-specific corporate bond spreads, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 37/2014.

¹¹ Die Modellunsicherheit resultiert bspw. aus der (unrealistischen) Annahme, dass die Märkte für sichere Anleihen, Unternehmensanleihen und Aktien perfekt integriert sind. Außerdem stellt das Merton-Modell nur auf das Kreditrisiko einer Unternehmensanleihe ab, während andere empirisch relevante Einflussfaktoren wie z. B. Liquiditätsprämien vernachlässigt werden.

Einfluss der Wertpapierkaufprogramme

Bei der Interpretation der Geld-Brief-Spannen im historischen Vergleich müssen aber am aktuellen Rand die Wertpapierkaufprogramme des Eurosystems berücksichtigt werden. Diese machen einen substanziellen Bestandteil der Nachfrage nach Unternehmensanleihen aus – und zwar sowohl direkt über das CSPP als auch indirekt über Portfolioumschichtungen der Anleger von sicheren Staatsanleihen zu riskanteren Anlagen. Die Nachfrage des Eurosystems erfolgt dabei vor allem unter dem Gesichtspunkt einer angestrebten Bilanzausweitung und ist deshalb preisunelastischer als die von privaten Investoren. Das könnte möglicherweise dazu beigetragen haben, die Geld-Brief-Spannen zu komprimieren, soweit Händler im Vertrauen darauf, Papiere an das Eurosystem verkaufen zu können, diese auch bei vergleichsweise geringen Spannen (vorübergehend) in ihren Beständen nahmen. Ein solches Verhalten ist ökonomisch plausibel, weil die Kaufprogramme aus Sicht der Händler das Weiterverkaufsrisiko vermindern. Dies impliziert, dass die derzeit relativ niedrigen Geld-Brief-Spannen ein vergleichsweise positives Bild der Marktliquidität zeichnen könnten, die sich aber gegebenenfalls bei Ende der Kaufprogramme und unter Marktstressbedingungen als nicht belastbar herausstellen könnte.¹²⁾ So liegen beispielsweise Hinweise dafür vor, dass spezialisierte Anleihehändler („market maker“) ihre Handelsaktivitäten nach der Finanzkrise reduzierten. Dabei könnte sich die Marktliquidität zulasten relativ illiquider Unternehmensanleihen auf liquide Papiere wie Benchmark-Staatsanleihen verlagert haben.¹³⁾

Determinanten der Renditeentwicklung

Regression der Unternehmensanleiherenditen

Unternehmensanleiherenditen und einschlägige Finanzmarktvariablen (sichere Zinsen, Zinsunsicherheit, europäische Aktienkurse, staatliche CDS-Prämien, Liquiditätsprämien, Ankündigung des CSPP) stehen in einem bestimmten Bezug zueinander, der mithilfe einer Regression statistisch erfasst werden kann. Das Verfahren liefert somit Informationen über wichtige

Gründe der Renditeentwicklung im Berichtszeitraum. Die Renditen von Unternehmensanleihen mit Investment Grade und von hochverzinslichen Anleihen werden getrennt voneinander geschätzt. Für die sicheren Zinsen werden zwei in der Literatur gebräuchliche, alternative Messgrößen verwendet, nämlich EONIA-Swapsätze und Bundesanleiherenditen.¹⁴⁾ In die Regression fließen sowohl der kurzfristige Zweijahreszins als auch die Steigung der Zinsstrukturkurve ein.

Die Schätzergebnisse zeigen sowohl für Anleihen mit Investment-Grade-Rating als auch für Hochzinsanleihen, dass die in den Hintergrund getretene Staatsschuldenkrise (sinkende staatliche CDS-Prämien), ein zunehmend freundlicheres Kapitalmarktumfeld (steigende Aktienkurse, rückläufige Zinsunsicherheit) und die Ankündigung des CSPP wichtige Erklärungsbeiträge für die rückläufigen Renditen leisteten. Beispielsweise hatte allein die Bekanntgabe des CSPP im März 2016 für Anleihen mit Investment-Grade-Rating einen geschätzten renditedämpfenden Effekt in Höhe von 7 bis 9 Basispunkten (vgl. Tabelle auf S. 30).¹⁵⁾ Einen besonders starken Einfluss auf die Renditen hatten die risikofreien Zinsen. Dies gilt für beide verwendeten Messgrößen für den sicheren Zins, also für EONIA-Swapsätze (Schätzung 1 in Tabelle auf S. 30) und Bundesanleiherenditen (Schätzung 2). Der gesamte Einfluss umfasst dabei die jeweils signifikant positiven Effekte des Kurzfristzinses und der Steigung der Zinskurve.

Die expansive Geldpolitik trug den Ergebnissen zufolge im Berichtszeitraum sowohl über sin-

Rückläufige staatliche CDS-Prämien, freundlicheres Kapitalmarktumfeld und sinkende sichere Zinsen erklären Renditerückgang

Beitrag der expansiven Geldpolitik

¹² Vgl.: BIZ, Jahresbericht 2015, S. 37–38.

¹³ Vgl.: Committee on the Global Financial System, 2016, Fixed income market liquidity, CGFS Paper No 55, S. 9.

¹⁴ In der Regel liegen Bundesanleiherenditen und EONIA-Swapsätze nahe beieinander. Vor dem Hintergrund einer sehr hohen Nachfrage nach Bundesanleihen lagen diese zuletzt aber vor allem im kurzen Laufzeitbereich unter den laufzeitgleichen EONIA-Swapsätzen. Für Einzelheiten zur Messung des sicheren Zinses im Euroraum vgl.: EZB (2014), Risikofreie Zinssätze für das Euro-Währungsgebiet: Messprobleme, jüngere Entwicklung und Bedeutung für die Geldpolitik, Monatsbericht, Juli 2014, S. 69–86.

¹⁵ Dieser geschätzte Effekt auf die Rendite bezieht sich nur auf die Ankündigung des CSPP, ohne mögliche weitere Effekte der tatsächlichen Unternehmensanleihekäufe zu erfassen.

Schätzergebnisse für Renditen europäischer Unternehmensanleihen mit Investmentgrade^{o)}

Erklärende Variable	Schätzung 1		Schätzung 2	
	Koeffizient	p-Wert	Koeffizient	p-Wert
C	-0,001	0,21	-0,001	0,37
d(EONIA_2y)	0,713*	0,00	-	-
d(Slope_EONIA)	0,312*	0,00	-	-
d(Bund_2y)	-	-	0,823*	0,00
d(Slope_Bund)	-	-	0,382*	0,00
dlog(Euro_Stoxx)	-0,186*	0,01	-0,399*	0,00
d(Sovereign_CDS)	0,061*	0,01	0,149*	0,00
CSPP	-0,091*	0,00	-0,075*	0,00
d(Vola_Bund)	0,013*	0,00	0,008*	0,00
d(Spread_Agencies)	0,172*	0,00	0,137*	0,00
Adjusted R ²	0,39		0,52	

^{o)} Die Regression (geschätzt in Differenzen) basiert auf Tagesdaten vom 3. Januar 2011 bis zum 7. Juli 2017. Die abhängige Variable, die Unternehmensanleiherendite, wird an einem marktbreiten Index gemessen (Barclays Euro-Aggregate Corporates). EONIA_2y und Bund_2y sind die 2-Jahres-EONIA-Swapsätze bzw. 2-Jahres-Bundesanleiherenditen. Slope_EONIA und Slope_Bund bezeichnen die jeweilige Steigung der Zinskurve, berechnet als 10-Jahres-Zins minus 2-Jahres-Zins. Die Messgrößen für die europäischen Aktienkurse und die Zinsunsicherheit sind der Euro Stoxx (Euro_Stoxx) bzw. die implizite Volatilität von Optionen auf den Bund-Future (Vola_Bund). Als Maß für die staatlichen CDS-Prämien dient ein BIP-gewichteter Wert der CDS-Prämien für wichtige Euro-Mitgliedstaaten (Sovereign_CDS). Die Ankündigung des CSPP wird über eine Dummy-Variable erfasst (CSPP). Als Messgröße für die Liquiditätsprämie wird die Renditedifferenz zwischen AAA-Anleihen europäischer öffentlicher Körperschaften (Agencies) und Bundesanleihen verwendet (Spread_Agencies). * zeigt eine Signifikanz auf dem 5%-Niveau an.

Deutsche Bundesbank

kende Kurzfristzinsen als auch über eine flachere Zinskurve für alle betrachteten Unternehmen zu günstigeren marktbasierter Finanzierungsbedingungen bei. Die rückläufige Steigung der Zinskurve spiegelt teilweise die Staatsanleihekäufe des Eurosystems wider; zugleich kommen hierin aber auch die Konjunkturaussichten und internationale Zinsverflechtungen wie der transatlantische Zinszusammenhang zum Ausdruck. Der renditesenkende Einfluss des CSPP auf Hochzinsanleihen, die von diesem Wertpapierkaufprogramm ausgenommen sind, könnte mit Substitutionseffekten (Portfolio-Rebalancing) der Anleger zu erklären

sein, die die Renditen auch von solchen nicht kaufbaren Anleihen unter Druck setzen.

Für Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating zeigt sich außerdem, dass die Renditen besonders gut erklärt werden können, wenn der risikofreie Zins an Bundesanleiherenditen anstatt an EONIA-Swapsätzen gemessen wird. Dies schlägt sich in dem verglichen mit Schätzung 1 höheren angepassten Bestimmtheitsmaß von Schätzung 2 nieder.¹⁶⁾ Offenbar verwenden die Anleger am Corporate-Bond-Markt insbesondere Bundesanleihen als Referenzgröße für den sicheren Zins, die eine risikoarme Alternativenanlage darstellen. Dies unterstreicht die herausgehobene Rolle von Bundesanleihen für die Bewertung dieser relativ bonitätsstarken Unternehmensanleihen. Zusätzlich durchgeführte Schätzungen deuten darauf hin, dass dies auch jeweils für Anleihen deutscher, französischer, italienischer und spanischer Unternehmen gilt.¹⁷⁾ Für die Erklärung der Renditen hochverzinslicher Unternehmensanleihen spielt die Wahl der Messgröße für den risikofreien Zins hingegen eine untergeordnete Rolle. Darin dürfte zum Ausdruck kommen, dass für die Bewertung dieser Anleihen das Kreditrisiko von deutlich größerer Bedeutung ist.

Bundesanleiherenditen sind zentrale Referenzgröße für sicheren Zins bei der Bewertung von Unternehmensanleihen

¹⁶⁾ Die Vermutung einer höheren Erklärungskraft der Bundesanleiherenditen wird außerdem durch eine zusätzliche Schätzung gestützt. Hierfür wird Schätzung 1 um zwei Regressoren erweitert, die jeweils die Differenz zwischen kurzfristigen EONIA-Swapsätzen und Bundesanleiherenditen sowie die Differenz zwischen der EONIA-Swapsatz- und der Bundesanleihe-basierten Steigung der Zinskurve wiedergeben. In dieser erweiterten Schätzgleichung sind beide zusätzlichen Regressoren signifikant, und das angepasste Bestimmtheitsmaß steigt auf 0,52.

¹⁷⁾ Hierfür werden die Schätzungen 1 und 2 zusätzlich für vier landesspezifische Unternehmensanleihe-Indizes von Barclays durchgeführt, und zwar für Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien. Diese Schätzungen führen überwiegend zu ähnlichen Ergebnissen. Für alle vier einzelnen Länder zeigt sich, dass Bundesanleiherenditen stärker zur Erklärung der Unternehmensanleiherenditen beitragen als EONIA-Swapsätze.

Analyse der Renditevarianz am Markt für Unternehmensanleihen

Analyse der Varianz liefert Informationen über die Funktionsfähigkeit und Stabilität des Marktes

Der Zeitraum seit 2011, der insgesamt durch rückläufige Renditen geprägt ist, umfasst auch Episoden, in denen es zu mehreren zum Teil sprunghaften Renditeanstiegen kam. Diese erwiesen sich zwar letztlich als vorübergehend. Gleichwohl weisen solche Renditeschwankungen, die in der Varianz der Rendite zum Ausdruck kommen, auf die Möglichkeit abrupter Neubewertungen hin. Aus der Analyse dieser Varianz können daher wichtige Informationen über die Funktionsfähigkeit und Stabilität des Marktes für Unternehmensanleihen gewonnen werden.

Zerlegung der Gesamtvarianz auf Basis branchenspezifischer Subindizes

In der folgenden Analyse wird die Renditevarianz eines marktbreiten Index für finanzielle und nichtfinanzielle europäische Unternehmensanleihen zeitvariabel geschätzt. Dieser Index (Quelle: BoFA Merrill Lynch Euro Corporate Index) setzt sich aus 18 sektorspezifischen Subindizes zusammen.¹⁸⁾ Um wichtige Triebfedern für die Varianzentwicklung zu identifizieren, wird sie außerdem in einzelne Komponenten zerlegt, die auf den Subindizes des Gesamtindex basieren.

Drei Phasen erhöhter Varianz im Berichtszeitraum

Zuletzt bewegte sich die Renditevarianz auf einem relativ niedrigen Niveau (vgl. Schaubild auf S. 32). Im gesamten Berichtszeitraum können drei Phasen mit einer erhöhten Varianz nachgewiesen werden: Herbst bis Winter 2011, Sommer 2013 und Sommer 2015 bis März 2016, die temporäre (abrupte) Neubewertungen reflektieren. Zu den damals gestiegenen Renditen trugen vermutlich auch höhere Liquiditätsprämien bei. Hierauf deuten unter anderem die Geld-Brief-Spannen hin, die sich weitgehend im Einklang mit der Renditeentwicklung bewegten (vgl. Schaubild auf S. 28). In einer ersten Zerlegung wird untersucht, inwieweit zu dem Varianzanstieg einerseits die (gewichteten) Varianzen der einzelnen Sektoren und andererseits die (gewichteten) Kovarianzen zwischen diesen Sektoren beitrugen.¹⁹⁾ Hierbei liefert der Erklärungsbeitrag der Kovarianzen Informa-

tionen darüber, inwieweit Kursbewegungen von Anleihen eines Sektors oder einiger weniger Sektoren den gesamten Markt beeinflussen.

Die Zerlegung zeigt, dass die Kovarianzen zwischen den Sektoren durchweg den überwiegenden Erklärungsbeitrag zur Gesamtvarianz lieferten. Zwar trugen sie zu der Hochvolatilitätsphase zwischen Herbst und Winter 2011, die insbesondere eine höhere Volatilität von Bankanleihen reflektiert, noch vergleichsweise schwach bei. Zu den Phasen hoher Volatilität im Sommer 2013 und zwischen Sommer 2015 und März 2016 lieferten sie dann aber relativ große Erklärungsbeiträge. Die in diesen beiden Episoden zum Ausdruck kommende gestiegene Korrelation zwischen Unternehmensanleihen verschiedener Sektoren weist zunächst einmal darauf hin, dass sektorspezifische Informationen, wie zum Beispiel Konjunktur- und Gewinnerwartungen, bei den Preisbewegungen der Subindizes in den Hintergrund getreten sind. Dies könnte zum einen darauf zurückzuführen sein, dass sektorspezifische Entwicklungen gegenüber gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen an Bedeutung verloren haben. Zum anderen weist es aber auch darauf hin, dass Anleger schwächer bei ihren Anlageentscheidungen differenzieren. Hierzu könnten die Renditesuche im Niedrigzinsumfeld und marktweite „Safe haven“-Flüsse in Phasen erhöhter Unsicherheit beigetragen haben. Preisdifferenzen zwischen realwirtschaftlichen Unterneh-

Gesamtvarianz reflektiert überwiegend Kovarianzen zwischen den Sektoren

18 Drei der 18 Subindizes des Gesamtindex umfassen finanzielle Sektoren, und zwar Banken, Finanzdienstleister und Versicherungen. Die übrigen 15 Subindizes repräsentieren folgende Sektoren: Automobilindustrie, Grundstoffindustrie, Investitionsgüter, Konsumgüter, Energie, Gesundheitswesen, Freizeit, Medien, Immobilien, Einzelhandel, Dienstleistungen, Telekommunikation, Technologie, Transportwesen und Versorgung.

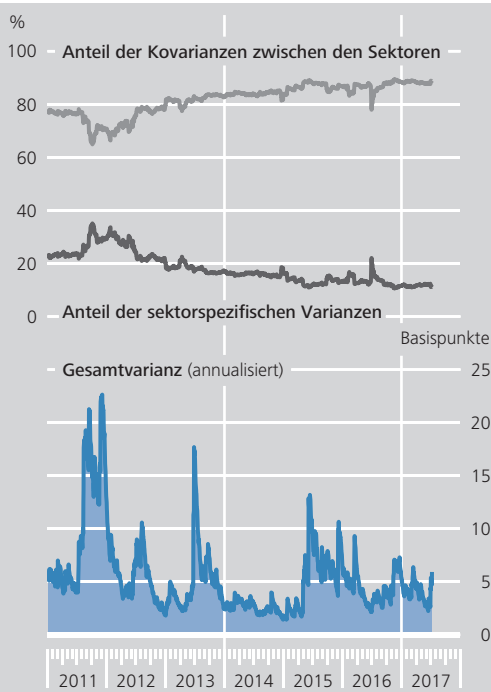
19 Für die Gesamtvarianz (σ_{GESAMT}^2) gilt:

$$\sigma_{GESAMT}^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \sigma_{ij},$$

wobei $n = 18$ der Anzahl der Sektoren entspricht und w_i und w_j die Gewichte der Sektoren i und j sind. Die zeitvariablen sektorspezifischen Varianzen und Kovarianzen zwischen den Sektoren, σ_{ij} , werden mit einem multivariaten diagonalen Garch-BEKK-Modell geschätzt. Zur Erläuterung dieses Modells siehe: R. Engle und K. Kroner (1995), Multivariate Simultaneous Generalized ARCH, *Econometric Theory*, 11, S. 122–150.

Renditevarianz am Markt für Unternehmensanleihen

Tageswerte



Quelle: Bloomberg (Bank of America/Merrill Lynch) und eigene Schätzungen.
 Deutsche Bundesbank

mensanleihen könnten zuletzt außerdem durch das Unternehmensanleihe-Kaufprogramm des Eurosystems (CSPP) reduziert worden sein.

Eine weitere Zerlegung der Gesamtvarianz in die Beiträge finanzieller und nichtfinanzieller Sektoren zeigt, dass finanzielle Unternehmensanleihen stark zu der Hochvolatilitätsphase zwischen Herbst und Winter 2011 beitrugen. Seit Mitte 2012 geht ihr Erklärungsbeitrag zur Gesamtvarianz dann aber merklich zurück. So sind die Hochvolatilitätsphasen im Sommer 2013 und vor allem zwischen Sommer 2015 und März 2016 stärker auf realwirtschaftliche Unternehmensanleihen zurückzuführen. Dies impliziert einen rückläufigen Einfluss finanzieller Unternehmensanleihen auf die Gesamtvarianz und damit eine niedrigere Wahrscheinlichkeit, dass Risiken im Finanzsektor auf den Gesamtmarkt übergreifen.

Insgesamt reflektiert die im Berichtszeitraum gestiegene Korrelation zwischen Unterneh-

mensanleihen verschiedener Sektoren aber ein höheres Risiko, dass eine mögliche Neubewertung von Unternehmensanleihen den gesamten Markt erfasst. Dieses Risiko muss perspektivisch vor allem nach der Beendigung des CSPP im Blick behalten werden.

Risiko einer marktweiten Neubewertung vor allem nach Beendigung des CSPP relevant

Fazit und Schlussbemerkungen

Zu dem kräftigen Wachstum am Markt für europäische Unternehmensanleihen während der vergangenen Jahre trugen sowohl Angebots- als auch Nachfragefaktoren bei. Zu den Angebotsfaktoren zählt, dass vor allem in einigen Peripherieländern etliche nichtfinanzielle Unternehmen in den Krisenjahren Bankkredite durch Anleihen ersetzt und dadurch ihre Finanzierungsquellen diversifiziert haben dürften. Der Anleihemarkt trug auf diese Weise dazu bei, die negativen Folgen der Finanz- und Staatsschuldenkrise für die Realwirtschaft abzufedern. Ein wichtiger Grund für die nach dem Abklingen der Krise weiterhin rege Emissionstätigkeit der Unternehmen liegt in den zusammen mit den rückläufigen sicheren Zinsen deutlich verbesserten marktbasierenden Finanzierungsbedingungen. Auf der Nachfrageseite weisen einige Indizien auf einen in den letzten Jahren gewachsenen Risikoappetit der Investoren hin, der die Nachfrage nach Unternehmensanleihen ebenso stützte wie das im Jahr 2016 beschlossene Unternehmensanleihe-Kaufprogramm des Eurosystems.

Zentralbank muss Effizienz der Kapitalmärkte im Blick behalten

Angesichts der in den Hintergrund getretenen Staatsschuldenkrise, sinkender sicherer Zinsen und eines zunehmend freundlicheren Kapitalmarktumfelds bildeten sich die Renditen und Spreads deutlich zurück und weisen derzeit auf ein vergleichsweise hohes Bewertungsniveau hin. Zugleich erhöhte sich die Korrelation der Anleiherenditen von Unternehmen verschiedener Branchen, worin ein schwächer zwischen einzelnen Anleihen differenzierendes Anlegerverhalten zum Ausdruck kommen könnte. Das Risiko, dass sich dies letztlich ungünstig auf die

Abnehmender Erklärungsbeitrag finanzieller Unternehmen zur Gesamtvarianz

Effizienz der Kapitalmärkte und der Kapitalallokation auswirkt, muss aus Sicht der Zentralbank laufend analysiert werden.

*Weiteres
Marktwachstum
möglich*

Perspektivisch deuten einige Faktoren auf ein weiteres Marktwachstum hin. So könnten sich zum Beispiel Unternehmen, die in den letzten Jahren erstmals eine Anleihe emittierten und den damit verbundenen Aufwand – etwa die Schaffung der Voraussetzungen für ein Rating – in Kauf nahmen, veranlasst sehen, Bankkredite

dauerhaft durch Anleihen zu ersetzen. Eine anhaltende Bilanzkonsolidierung im Bankensektor könnte eine solche Disintermediation verstärken. Außerdem könnte das Marktwachstum auch durch politische Bestrebungen der EU gestützt werden. Hierzu zählen zum Beispiel Bemühungen, Hindernisse für die Integration der europäischen Anleihemärkte abzubauen und die Transparenz hinsichtlich unterschiedlicher nationaler Regeln zu verbessern.