

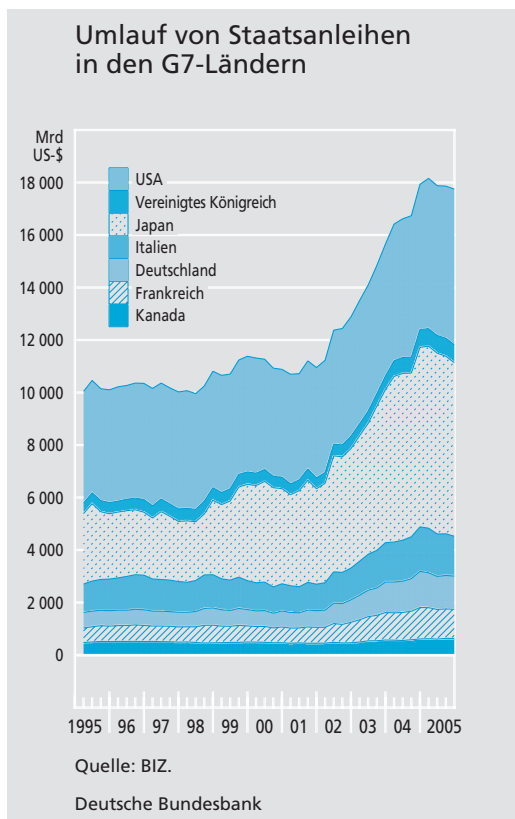
Der Markt für öffentliche Anleihen: aktuelle Entwicklun- gen und strukturelle Veränderungen

Staatsanleihen stellen ein wichtiges Instrument zur Finanzierung der öffentlichen Haushalte dar. In den vergangenen Jahren ist der Markt für deutsche Staatspapiere, wie in anderen wichtigen Industrieländern, im Zuge zunehmender Verbriefung und hoher Haushaltsdefizite deutlich gewachsen, zuletzt sogar stärker als der Umlauf privater Schuldtitel. Als treibende Kräfte dieser Entwicklung macht der vorliegende Aufsatz neben den fiskalischen Bedingungen auch eine verbesserte Marktinfrastruktur und die voranschreitende Integration der europäischen Rentenmärkte aus. Der rasche Strukturwandel schlug sich dabei in einem zunehmend international ausgerichteten Anlegerverhalten nieder. Handelbarkeit und Liquidität erwiesen sich als wichtige Kriterien für die Anleger. Auf der Anbieterseite trieben die öffentlichen Schuldner im Wettbewerb um eine gemeinsame Investorenbasis eine internationale Angleichung der Standards voran. So haben sich Trends zu großvolumigen Emissionen und zur Bereitstellung neuer Finanzierungsinstrumente herausgebildet.

Markt für Staatsanleihen stark gewachsen

Der Markt für Staatsanleihen stellt international gesehen ein wichtiges Segment des Rentenmarkts dar. Nach Angaben der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) entfallen knapp 39 % der umlaufenden fest-

*Weltweit hohe
Dynamik am
Markt für
Staatsanleihen*



und variabel verzinslichen Schuldverschreibungen in den sieben größten Industrieländern (G7) auf öffentliche Emittenten. Lediglich Anleihen von Finanzinstituten sind vom Betrag her noch bedeutender.

Betrachtet man die jüngere Entwicklung, so zeigt sich, dass der Umlauf von Staatsanleihen der G7-Länder in den letzten Jahren – vor allem seit 2001 – in einem Umfeld insgesamt lebhaft wachsender Rentenmärkte besonders stark zugenommen hat. Zum Jahresende 2005 betrug er 17 780 Mrd US- $\text{\$}$; er war damit um 64 % oder fast 7 000 Mrd US- $\text{\$}$ höher als Ende 1998. Das durchschnittliche jährliche Wachstum der ausstehenden öffentlichen Schuldtitel hat sich damit gegenüber den Jahren 1994 bis 1998 auf 7 ½ % mehr als verdoppelt. Ausschlaggebend für

den kräftigen Anstieg waren hohe Fiskaldefizite in einigen der betrachteten Länder sowie eine verstärkte Nutzung verbriefter Mittelaufnahmen. Die größten Märkte für Staatsanleihen haben Japan (6 608 Mrd US- $\text{\$}$ Ende 2005) und die Vereinigten Staaten (5 928 Mrd US- $\text{\$}$). Innerhalb des Euro-Raums sind Italien, Frankreich und Deutschland die bedeutendsten Emittenten öffentlicher Anleihen.

Für die Marktentwicklung in Deutschland ergibt sich im Wesentlichen ein ähnliches Bild. In den letzten Jahren wuchs der Umlauf deutscher Staatsanleihen kräftig auf etwas über 1 100 Mrd € zum 31. Juli 2006. Er lag damit um gut 50 % über dem Stand von Ende 1998. Zum einen lässt sich dieser Anstieg auf die zunehmende Staatsverschuldung als Folge anhaltender Haushaltsdefizite zurückführen. Zum anderen erhöhte die öffentliche Hand ihre in Wertpapieren verbrieft Verschuldung stärker als im Durchschnitt der Vorjahre: Während sie zwischen 1991 und 1998 gut zwei Drittel ihrer Neuverschuldung über Wertpapieremissionen finanzierte, waren es seither im Ergebnis ausschließlich Wertpapieremissionen. Damit nahm der Marktumlauf an Staatsanleihen, in Wachstumsraten ausgedrückt, zuletzt deutlich stärker zu als die Gesamtverschuldung der öffentlichen Haushalte. Vor allem die Bundesländer, die ihre Mittel zuvor grobenteils über unverbriefte Schuldtitel aufgenommen hatten, finanzierten seit 1998 über 90 % ihrer Neuverschuldung über den Rentenmarkt. Dabei machte das historisch niedrige Zinsniveau aus Emittentensicht die Begebung länger laufender Anleihen attraktiv.

Tilgungen und Emissionen gestiegen

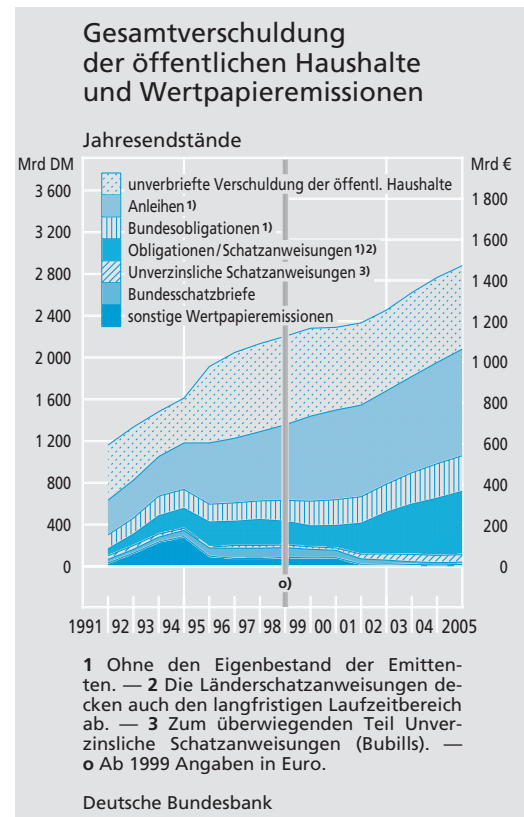
Die Verschuldungsdynamik Deutschlands spiegelt sich auch in einer lebhaften Primärmarktaktivität wider. So lag der Brutto-Absatz öffentlicher Anleihen 2005 bei 273 Mrd €; er war damit mehr als doppelt so hoch wie im Jahr 1998. Dabei haben neben den hohen Defiziten der öffentlichen Haushalte auch gestiegene Tilgungsverpflichtungen den Finanzierungsbedarf der öffentlichen Hand beträchtlich erhöht.

Rolle öffentlicher Anleihen am deutschen Rentenmarkt

Öffentliche Schuldtitel sind mit einem Anteil von mehr als einem Drittel am gesamten Marktvolumen ein wesentliches Segment des heimischen Rentenmarkts. Der Anteil ist in jüngster Zeit zwar etwas gestiegen – auch aufgrund einer verringerten Dynamik des Mittelbedarfs privater Emittenten –, hatte aber Mitte der neunziger Jahre vorübergehend bereits rund zehn Prozentpunkte höher gelegen. Die Bedeutung öffentlicher Anleihen – insbesondere von Bundesanleihen – für das Marktgeschehen geht aber weit über diese quantitativen Kennziffern hinaus.

So hat sich auf der Grundlage der Renditen von Bundesanleihen eine Benchmark-Zinsstruktur etabliert. Damit wurde ein Maßstab für die Bewertung anderer Vermögenswerte geschaffen, der sich im In- und Ausland durchgesetzt hat. Vor diesem Hintergrund haben Entwicklungen am Markt für deutsche Staatsanleihen einen großen Einfluss auf die europäischen Finanzmärkte.

Unter den Emittenten kommt dem Bund traditionell die führende Rolle zu. Zuletzt (Stand August 2006) entfielen gut vier Fünftel des Umlaufs öffentlicher Schuldtitel auf ihn und

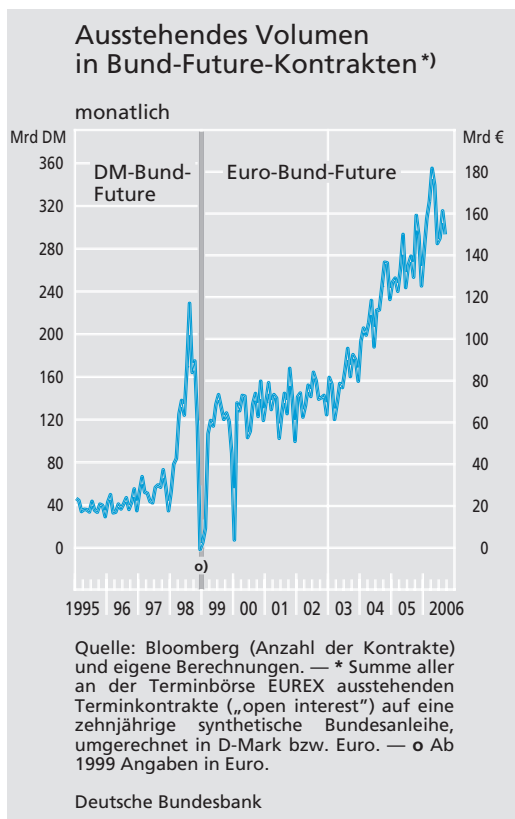


seine Sondervermögen. Zu den wichtigsten Instrumenten rechnen neben Bundesanleihen mit vereinbarten Laufzeiten von zehn und 30 Jahren auch fünfjährige Bundesobligationen und zweijährige Schatzanweisungen. An Bedeutung gewonnen haben in jüngerer Zeit Emissionen der Länder. Sie machen knapp ein Fünftel des ausstehenden Marktvolumens aus, verglichen mit 8 ½ % zum Jahresende 1998.

Veränderungen am deutschen Markt für Staatsanleihen

Der steigende Umlauf an öffentlichen Anleihen und die Verschiebungen in den Marktanteilen in den letzten Jahren gingen mit erheblichen „strukturellen“ Veränderungen am

Ursachen für die Strukturveränderungen



heimischen Rentenmarkt einher. Dabei spielten die Liberalisierung der Kapitalmärkte sowie die europäische Integration als treibende Kräfte eine wesentliche Rolle. Vor allem die europäische Währungsunion hat die Rahmenbedingungen an den internationalen Finanzplätzen einschneidend verändert und das Integrationstempo der zuvor fragmentierten nationalen Kapitalmärkte weiter erhöht. Hinzu kamen Fortschritte in der Datenverarbeitung, die neue Handelsmöglichkeiten geschaffen haben. Dies alles hat angebotsseitige und nachfrageseitige Veränderungen sowie Anpassungen in der Marktinfrastruktur nach sich gezogen, die – wie im Folgenden näher analysiert wird – sich ihrerseits wechselseitig beeinflusst haben. Im Ergebnis hat die grenzüberschreitende Verflechtung der Märkte für Staatsanleihen zugenommen, die

Marktliquidität ist gestiegen, und der Wettbewerb hat sich verschärft.

Veränderungen im Marktumfeld

Schon vor Beginn der europäischen Währungsunion waren rechtliche, ökonomische und strukturelle Grundlagen zu tiefer integrierten, einheitlicheren europäischen Kapitalmärkten geschaffen worden. Zu den frühen Wegbereitern zählen in Deutschland die Börsengesetz-novellen 1986 und 1989, die zu einer stufenweisen Modernisierung des deutschen Kapitalmarkt-rechts beitrugen und das rechtliche Fundament für die Errichtung der Deutschen Terminbörse Anfang 1990 bildeten. Zudem haben seit 1990 bisher vier Finanzmarkt-förderungsgesetze den deutschen Finanzplatz im internationalen Wettbewerb gestärkt und mit der Durchsetzung der Ziele Marktintegrität, Markttransparenz und Anlegerschutz wichtige Beiträge zu einer Angleichung der Rahmenbedingungen an die sich weiterentwickelnden internationalen Standards geleistet.

*Rechtliche
Rahmen-
bedingungen*

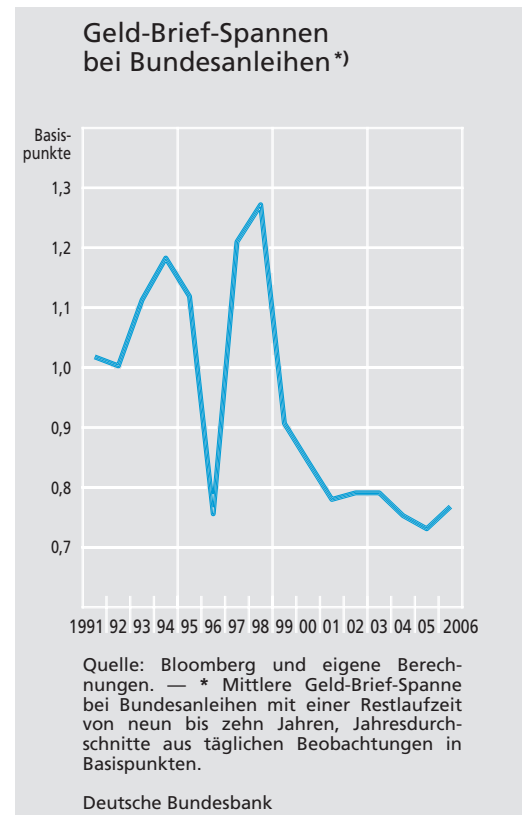
Im Hinblick auf die Marktinfrastruktur übernahm die Deutsche Terminbörse, die sich im Jahr 1998 mit der schweizerischen Terminbörse zur Eurex zusammengeschlossen hat, in den neunziger Jahren eine Schlüsselfunktion an wichtigen Terminmärkten. Während sich andere Terminkontrakte auf nationale Staatsanleihen im Euro-Raum nicht durchsetzen konnten, hat sich der Bund Future auf zehnjährige Bundesanleihen zu einem hochliquiden Kontrakt entwickelt. Sein zunehmender Erfolg an der Eurex war auch eine wichtige Voraussetzung für die Liquiditätsentwicklung an den Kassamärkten von Bundeswertpapier-

*Deutsche
Terminbörse
schafft Voraus-
setzung für
liquiden Termin-
kontrakt auf
Bundesanleihen*

ren, denn zur Absicherung von Kassageschäften in Bundesanleihen hat er sich fest etabliert. Nach Beginn der Währungsunion 1999 hat sich der Bund Future als führender Terminkontrakt an der Eurex gegenüber anderen europäischen Terminbörsen behauptet und mit einem weiter gewachsenen Handelsvolumen Finanzierungsvorteile für den Bund als Emittenten am Kassamarkt gesichert. In den letzten zwölf Monaten lag das ausstehende Volumen an Bund-Future-Kontrakten im Durchschnitt mehr als doppelt so hoch wie zu DM-Zeiten im Jahr 1998. Diese Entwicklung dürfte auch den grenzüberschreitenden Handel von Bundesanleihen durch international agierende Marktteilnehmer und damit die internationale Rolle deutscher Staatsanleihen gefördert haben.

Erfolg elektronischer Handelsplattformen

Der Erfolg elektronischer Handelsplattformen innerhalb der EWU wurde maßgeblich durch die Integrationsfortschritte am europäischen Kapitalmarkt begünstigt und strahlte seinerseits auf die Rentenmarktentwicklung aus. Während Transaktionen mit Anleihen traditionell im Telefonhandel mit einer sehr begrenzten Anzahl von Kontrahenten durchgeführt wurden, hat der technologische Fortschritt Ende der neunziger Jahre die Entstehung elektronischer Plattformen für den Handel von auf Euro lautenden Schuldtiteln ermöglicht. Im Wettbewerb um die „besten“ Handelssysteme und um andere Leistungen im Bereich der Marktinfrastruktur etablierten sich diejenigen Betreiber, welche einerseits technologische Innovationen erfolgreich umsetzen und andererseits Marktteilnehmer an sich binden konnten. Hand in Hand mit der EWU-weiten Integration, die dem Markt für



Staatsanleihen eine neue Breite und Tiefe gab, hat der Übergang zu elektronischen Handelssystemen diesen Markt auch transparenter und liquider gemacht. Seit Beginn der Währungsunion bewegt sich die jahresdurchschnittliche Geld-Brief-Spanne im Handel von neun- bis zehnjährigen Bundesanleihen, die als Maß für die Marktliquidität aufgefasst werden kann, unterhalb von einem Basispunkt, nachdem sie in den neunziger Jahren noch überwiegend darüber gelegen hatte.¹⁾

Insgesamt dürften die europäischen Rentenmärkte für heimische und internationale Investoren attraktiver geworden sein, denn

¹⁾ Für die gestiegene Liquidität dürfte auch – wie unten näher erläutert wird – die stärkere Bündelung der Mittelaufnahme öffentlicher Emittenten in wenigen großen Anleihen verantwortlich sein.

über diese Systeme wurden auch die Suchkosten nach einem Kontrahenten reduziert. Im Ergebnis haben die technologischen Neuerungen einen wichtigen Beitrag zu einer effizienteren Preisbildung am Markt für Staatsanleihen geleistet.

*Wachstum
verwandter
Märkte belebt
Markt für
öffentliche
Anleihen*

Zudem hat das Wachstum verwandter Märkte das Halten von Staatsanleihen attraktiver gemacht und insofern auch die Marktentwicklung begünstigt. Dies gilt beispielsweise für die Verwendung von öffentlichen Anleihen als Sicherheiten bei Offenmarktgeschäften und ihre Veräußerbarkeit auf entwickelten Repomärkten. Diese bieten den Inhabern von Anleihen kostengünstige und flexible Kreditmöglichkeiten, indem öffentliche Anleihen dort bei gleichzeitiger Rückkaufsvereinbarung befristet veräußert werden können. In Deutschland hat sich dagegen ein Repomarkt zunächst nur langsam entwickelt, da die deutschen Banken in dem wettbewerbsintensiven Termineinlagengeschäft mit Großkunden auch in der Vergangenheit schon marktgerechte Konditionen boten und damit eine günstige Alternative zur Refinanzierung über Repos hatten.²⁾ Einen wichtigen Impuls erhielten die deutschen Repomärkte aber durch die Freistellung der Verbindlichkeiten aus Repogeschäften von der Mindestreservspflicht im Dezember 1996.

Zudem gewannen die unter Risikogesichtspunkten vorteilhaften besicherten Transaktionen bei Geschäften mit einem größeren Kreis ausländischer Adressen nach Beginn der Währungsunion an Bedeutung. Auch wenn der Repomarkt im Euro-Raum noch immer etwas weniger integriert ist als der unbe-

sicherte Geldmarkt, steht den Marktteilnehmern seit Beginn der Währungsunion grundsätzlich ein gegenüber den vorangegangenen Jahren vergrößerter Pool an Staatsanleihen ohne Wechselkursrisiko zur Verfügung.³⁾

In den letzten Jahren sind die zuvor segmentierten nationalen Märkte für Staatsanleihen, vor allem bedingt durch die europäische Währungsunion, zu einem homogeneren und transparenteren Gesamtmarkt zusammengewachsen. Die zunehmende Integration ging mit einer effizienteren Preisbildung auf den Primär- und Sekundärmärkten einher, von der letztlich Emittenten und Anleger profitierten. Verbliebene Renditedifferenzen zwischen den Emittenten von Staatsanleihen im Euro-Raum – in den ersten neun Monaten von 2006 lag der Renditenabstand zwischen Bundesanleihen mit zehnjähriger Laufzeit und entsprechenden Papieren anderer EWU-Länder im Durchschnitt bei elf Basispunkten – spiegeln primär Liquiditäts- und Bonitätsunterschiede wider, sind aber kein Zeichen eines fragmentierten Kapitalmarkts. Ausschlaggebend für die Zinskonvergenz waren der Wegfall des Wechselkursrisikos und der Übergang zu einer einheitlichen Geldpolitik. Dies schlug sich auch in einem deutlichen Rückgang der Standardabweichung der Zinsabstände zehnjähriger EWU-Staatsanleihen zu laufzeitgleichen Bundesanleihen nieder, die sich seit 1999 weit überwiegend auf einem Niveau von weniger als zehn Basis-

*Märkte für
Staatsanleihen
stärker zusam-
mengewachsen*

² Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die Integration des deutschen Geldmarkts in den einheitlichen Euro-Geldmarkt, Monatsbericht, Januar 2000, S. 26.

³ Vgl. hierzu auch: Europäische Zentralbank, Finanzpolitik und Finanzmärkte, Monatsbericht, Februar 2006, S. 94.

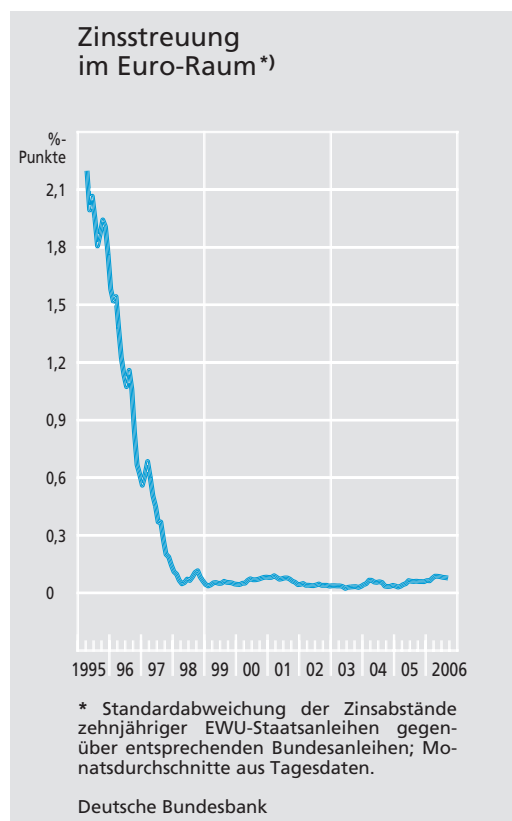
punkten bewegte (ohne Griechenland).⁴⁾ Nach der jüngsten Herabstufung des Ratings der italienischen Staatstitel hat sich der Zins-spread für langfristige italienische Staatsanleihen etwas ausgeweitet und betrug zuletzt gut 28 Basispunkte. Dies unterstreicht noch einmal, dass die verbliebene Renditedifferenzierung nicht Ausdruck von Marktunvollkommenheiten ist, sondern unter anderem Bonitätsunterschiede widerspiegelt.

Aspekte aus Anlegersicht

Institutionalisierung der Vermögensbildung

Die strukturellen Veränderungen im Marktumfeld waren – wie erwähnt – zugleich Ursache und Folge angebots- und nachfrage-seitiger Entwicklungen. Auf der Nachfrageseite ist bereits seit einiger Zeit eine verstärkte „Institutionalisierung“ der Vermögensbildung privater Haushalte zu beobachten. Anlagen bei Versicherungen und Kapitalanlagegesellschaften haben dabei deutlich überproportional zugenommen und machten Ende 2005 24 ½ % beziehungsweise 12 % am Geldvermögen der privaten Haushalte aus, verglichen mit 20 ½ % beziehungsweise 7 % Ende 1995.

Zugleich reduzierten private Haushalte kontinuierlich den Anteil ihrer Direktanlagen in Rentenwerten. Selbst Bundesschatzbriefe, die vom Bund als Sparform für Privatanleger entwickelt worden waren, verloren in den letzten Jahren an Bedeutung, nachdem dieses Instrument bis in die zweite Hälfte der neunziger Jahre hinein sehr beliebt gewesen war. Anders als die Privathaushalte hielten deutsche institutionelle Anleger⁵⁾ über das gesamte letzte Jahrzehnt einen stabilen – wenn auch geringen – Anteil ihres stark gewachsenen



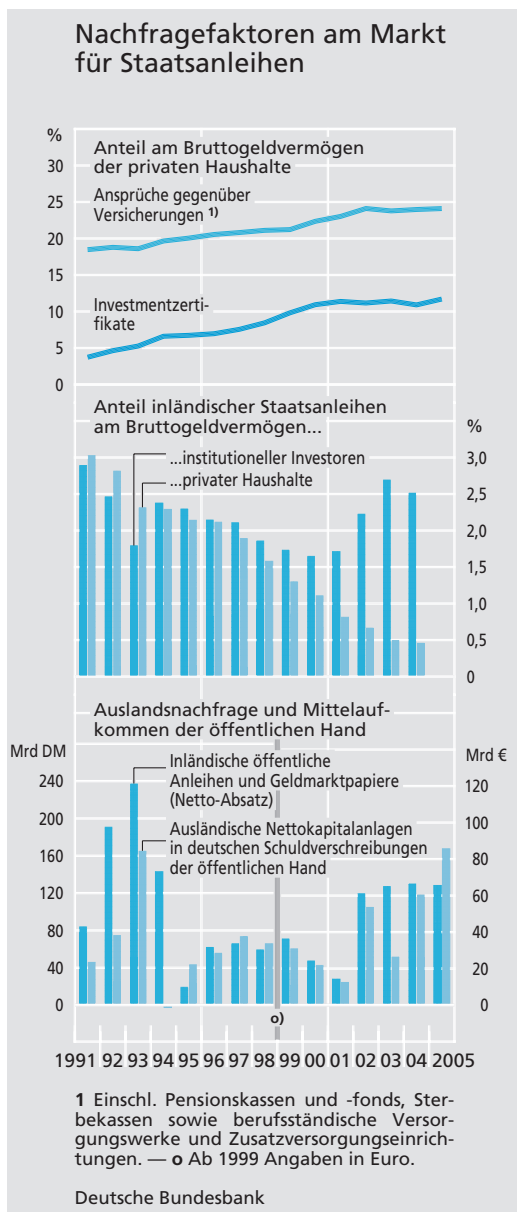
Finanzvermögens in deutschen Staatsanleihen.

Mit der Einschaltung professioneller Vermögensverwalter rückten Liquiditätsaspekte zunehmend ins Blickfeld der Anleger, denn Fungibilität und Liquidität spielen für institutionelle Investoren, die häufig an kurzfristigen quantitativen Erfolgskennziffern gemessen

Liquiditätsaspekte

⁴ Zudem weisen die sog. Beta-Koeffizienten, welche die Reaktion der Anleiherenditen auf einen gemeinsamen Faktor messen, auf eine stärkere Integration der Kapitalmärkte hin. Vgl.: Europäische Zentralbank, Indicators of Financial Integration in the Euro Area, September 2006, S. 9.

⁵ In der Depotstatistik der Deutschen Bundesbank umfassen institutionelle Anleger die Versicherungsunternehmen, Fonds von Kapitalanlagegesellschaften sowie sonstige Unternehmen. Die Summe der Bestände inländischer Staatsanleihen dieser Deponentengruppen wird hier dem kumulierten Finanzvermögen der nichtmonetären Finanzinstitute und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften aus der Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank gegenübergestellt.



werden, in der Regel eine größere Rolle als für private Sparer. Zudem hat auch der Wegfall des Wechselkursrisikos durch die Währungsunion und die voranschreitende Marktintegration das Interesse der Anleger an liquiden Anleihen weiter erhöht. Die zunehmende Liquiditätsorientierung hat ihrerseits die Verbriefungsbestrebungen der Emittenten vorangetrieben. Das resultierende starke Wachstum der Marktverschuldung öffentlicher

Emittenten dürfte andererseits aber zugleich selbst den weiteren Strukturwandel und das Integrationstempo am Markt für Staatsanleihen beschleunigt haben.

Dies gilt auch für das Engagement ausländischer Anleger am heimischen Rentenmarkt. Die traditionell lebhaftere Nachfrage des Auslands nach liquiden Bundstiteln war bis zur Einführung des Euro auf den hohen Stellenwert der D-Mark als Anlage- und Reservewährung zurückzuführen. Insbesondere nach der Wiedervereinigung, als der Kapitalbedarf Deutschlands sprunghaft stieg und der Markt für öffentliche Anleihen an Tiefe gewann, hat die Präsenz ausländischer Investoren am Inlandsmarkt stark zugenommen.⁶⁾

Hoher Stellenwert der D-Mark als Anlage- und Reservewährung belebte Auslandsnachfrage nach Bundstiteln

Mit Beginn der Währungsunion haben sich die Marktbedingungen für heimische Anleihen öffentlicher Emittenten allerdings grundlegend verändert. Innerhalb des Euro-Raums ist der währungsspezifische Vorteil von DM-Emissionen durch die Euro-Einführung entfallen. Seitdem stehen deutsche Emittenten aus dem öffentlichen Sektor unmittelbar im Wettbewerb mit den staatlichen Schuldnern der anderen EWU-Partnerländer. Daneben haben insbesondere die deutschen Emissionsinstitute eine Reihe von Maßnahmen getroffen, die ihre eigenen Schuldverschreibungen für international operierende Anleger attraktiver machten. Dazu gehörten verbesserte Informationen über Ausstattungs- und Qualitäts-

⁶ Vgl. hierzu auch: Deutsche Bundesbank, Die Bedeutung internationaler Einflüsse für die Zinsentwicklung am Kapitalmarkt, Monatsbericht, Juli 1997, und Deutsche Bundesbank, Die internationale Integration der deutschen Wertpapiermärkte, Monatsbericht, Dezember 2001, S. 25 f.

merkmale sowie liquiditätsfördernde Maßnahmen. Insgesamt haben sich deutsche öffentliche Anleihen in dem schwierigeren Umfeld gut behauptet.

Seit Anfang 1999 wurden im Ergebnis gut 90 % des Netto-Absatzes öffentlicher Schuldverschreibungen (Anleihen und Geldmarktpapiere) von Anlegern aus dem Ausland übernommen. In den Jahren 1990 bis 1998 waren es knapp zwei Drittel gewesen. In diesem Zusammenhang ist auch zu sehen, dass länger laufende Bundesanleihen stets die Untergrenze des Renditeniveaus am EWU-Kapitalmarkt setzten, wengleich der Zinsabstand gegenüber den Staatsanleihen anderer EWU-Länder im Laufe der Jahre eingeschmolzen ist.

*Rolle als
„Safe Haven“*

Zeitweise haben Bundesanleihen in der Vergangenheit für internationale Marktteilnehmer auch eine Rolle als „sicherer Hafen“ für Wertpapieranlagen gespielt.⁷⁾ Diese Funktion kommt den Staatsanleihen der wichtigsten Industrieländer in Phasen großer Unsicherheit aufgrund ihrer Eigenschaft als „quasi ausfallfreie“ Wertpapiere zu. Beispiele hierfür waren die Turbulenzen an den Finanzmärkten im Sommer und Herbst 1998 infolge des Russland-Moratoriums und der drohenden Zahlungsunfähigkeit des LTCM Hedgefonds. Allerdings haben sich derartige Kapitalanlagen am deutschen Markt mit dem Abklingen der Unsicherheit normalerweise rasch wieder zurückgebildet und damit keine nachhaltigen Wirkungen auf die Marktentwicklung entfaltet.

Aspekte aus Emittentensicht

Die zunehmende Nachfrage nach handelbaren Schuldtiteln führte auf der Seite der öffentlichen Emittenten zu einer verstärkten Verbriefung der Kreditaufnahme. Dies ermöglichte ihnen eine kostengünstigere Wertpapierfinanzierung, da die Kapitalgeber für Anlageformen mit hohem Liquiditätsgrad eine geringere Rendite fordern als für unverbriefte, weniger liquide Investments.

*Verbriefte
Schuld hat an
Bedeutung
gewonnen*

Insgesamt erhöhte die öffentliche Hand ihren über die Wertpapiermärkte finanzierten Anteil an der Gesamtverschuldung von 64 % Ende 1998 auf mehr als 72 % Ende März 2006. Am ausgeprägtesten war der Trend zur Verbriefung in den letzten Jahren bei den Bundesländern, die den Anteil von Wertpapieren an ihrer Gesamtverschuldung von 19 ½ % Ende 1998 auf 44 % in diesem Frühjahr ausgeweitet haben. Dabei haben sich die Bundesländer durch die Begebung großvolumiger Anleihen und Ländergemeinschaftsanleihen – vor allem für Länder mit geringerem Aufnahmebedarf – am Markt etabliert. So hat sich der Umlauf solcher „Jumbo-Gemeinschaftsanleihen“ der Bundesländer von etwa 7 Mrd € im Jahr 2000 auf über 26 Mrd € im März 2006 fast vervierfacht.

Ende März 2006 hielt der Bund 97 ½ % seiner Gesamtverschuldung in verbriefter Form, gegenüber 80 % zu Beginn der neunziger

⁷ Siehe hierzu auch: C. Upper (2000), How Safe was the „Safe Haven“? Financial Market Liquidity during the 1998 Turbulences, Diskussionspapier der volkswirtschaftlichen Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank, Nr. 01/00.

Jahre.⁸⁾ Entsprechend verloren Schuldscheindarlehen und zuletzt auch öffentliche Pfandbriefe als Form einer indirekten Marktfinanzierung an Bedeutung. Zur nachlassenden Attraktivität von Schuldscheindarlehen hat im Jahr 1998 wohl auch das dritte Finanzmarktförderungsgesetz beigetragen, das festlegte, dass nicht nur Schuldscheindarlehen, sondern auch verbrieft öffentliche Schuldtitle als Deckung für Pfandbriefe verwendet werden können. Insgesamt blieben aber Schuldscheindarlehen das wichtigste Finanzierungsinstrument der Bundesländer – insbesondere aufgrund ihrer einfachen Strukturierung und der bekannten Gläubiger, zu denen Landesbanken und Hypothekenbanken zählen. Da die Kreditkonditionen solcher Schuldscheine insbesondere bei kleinen Volumina relativ günstig ausfallen, dürfte diese Finanzierungsart vor allem bei Gebietskörperschaften mit geringem Finanzierungsbedarf wichtig bleiben. Dazu zählen kleinere Bundesländer, vor allem aber Kommunen, die weiterhin ihren Finanzierungsbedarf mit Schuldscheindarlehen von Landesbanken beziehungsweise Sparkassen „vor Ort“ decken.

Integrationsbedingt intensiver Wettbewerb beeinflusst Verhalten der Emittenten

Im Wettbewerb untereinander, aber auch in Konkurrenz zu privaten Emittenten hoher Bonität bemühten sich die öffentlichen Schuldner zunehmend, ihre Emissionen attraktiv zu gestalten. Einen wichtigen Wettbewerbsparameter bildet dabei die Schaffung liquider Benchmark-Anleihen. Das stärkere Interesse öffentlicher Schuldner an der Begebung liquider Anleihen zeigt sich in dem Trend zu großen Emissionen: Um die Marktliquidität ihrer Schuldinstrumente zu erhöhen, dehnte der Bund (wie auch andere öffentliche Schuldner

in der EWU) seine Emissionsgrößen aus und stockte bestehende Benchmark-Anleihen auf. Dabei orientierten sich die öffentlichen Emittenten zunehmend an dem Mindestvolumen der Anleihen in Höhe von 5 Mrd €, das die Terminbörse Eurex für lieferbare Bundesanleihen fordert und welches auch die außerbörsliche elektronische Handelsplattform EuroMTS für eine Zulassung zum dortigen Handel vorgibt.⁹⁾ Zudem richteten die öffentlichen Schuldner ihre Emissionen großvolumiger Anleihen verstärkt an einem vorab veröffentlichten Terminplan aus. Die Etablierung eines solchen längerfristigen Emissionskalenders zielte auf mehr Transparenz und auf regelmäßige Emissionen als Voraussetzung für hohe Liquidität ab.¹⁰⁾ Für institutionelle Anleger wurde damit auch eine größere Planungssicherheit geschaffen.

Unter den inländischen öffentlichen Emittenten hat der Bund seine Verschuldung seit langem stark am Kapitalmarkt ausgerichtet und durch eine stetige Begebung zehnjähriger Anleihen die dominierende Rolle und Wettbewerbsfähigkeit dieses Finanzierungsinstrumentes gestärkt. Im Zeitablauf hat sich dadurch das umlaufende Volumen im Laufzeit-

Restlaufzeiten gleichmäßiger verteilt

8 Dabei ist zu beachten, dass seit Juli 1999 die Schulden des Erblastentilgungsfonds, des Bundeseisenbahnvermögens und des Ausgleichsfonds „Steinkohleneinsatz“ durch den Bund übernommen wurden.

9 Für den dreißigjährigen EURO-BUXL-Future gibt die Eurex sogar ein Mindestemissionsvolumen von 10 Mrd € vor.

10 Seit dem dritten Quartal 1993 werden die Emissionsabsichten der wichtigsten Emittenten des Bundes für einen Zeitraum von drei Monaten veröffentlicht; seit 1999 wird zusätzlich zum vierteljährlichen Emissionskalender eine Emissionsvorschau für das gesamte Kalenderjahr bekannt gegeben, deren Inhalt voraussichtliche Emissionsvolumina, Begebungsmonate, jährliche Zinszahlungen und Tilgung umfasst.



bereich bis zu zehn Jahren gleichmäßiger über die Fälligkeiten verteilt.

*Größere
Bedeutung
lang laufender
Anleihen*

Zwischen Mitte 1999 und Mitte 2006 hat der Bund darüber hinaus auch einige dreißigjährige Bundesanleihen begeben. Dadurch hat sich das ausstehende Volumen von Anleihen mit einer Zinsbindung von über zehn bis zu 30 Jahren in diesem Zeitraum auf über 116 Mrd € mehr als verdoppelt. Damit stieg der Anteil dieses Laufzeitsegments an allen Staatsanleihen von 9 ½ % auf 12 ½ % an. Zugleich hat sich die durchschnittliche Restlaufzeit der umlaufenden Bundeswertpapiere von 6 ½ auf 6 ¾ Jahre erhöht.¹¹⁾ Mit der verstärkten Platzierung lang laufender Schuldtitel hat der Bund unter anderem auch dem Wunsch verschiedener Investorengruppen nach einer Zinsabsicherung am langen Ende des Lauf-

zeitspektrums entsprochen.¹²⁾ Im Einklang hiermit und zeitlich zusammenfallend mit der Wiederaufgabe dreißigjähriger US-Staatsanleihen hat die Terminbörse Eurex im Jahr 2005 den Terminkontrakt auf dreißigjährige Bundesanleihen wieder eingeführt.

In jüngster Zeit nutzte der Bund weitere neue Finanzierungsinstrumente. So emittierte er im Jahr 2005 erstmalig eine US-Dollaranleihe in

Einsatz innovativer Schuldinstrumente

11 Ausschließlich Wertpapiere ohne feste Coupon-Zahlungen.

12 Zu den Institutionen mit einer potenziell hohen Nachfrage nach Staatsanleihen zählen private Pensionseinrichtungen und Lebensversicherungsunternehmen. So waren in den vergangenen Jahren mehrere Länder, in denen private Pensionsfonds einen zentralen Bestandteil ihres Finanzsystems bilden, bestrebt, diesen Institutionen den Übergang zu einer marktbasierter Bilanzierung privater Pensionsverpflichtungen von Unternehmen zu erleichtern. In diesem Zusammenhang wurde vermehrt auf eine potenziell hohe Nachfrage privater Pensionseinrichtungen nach lang laufenden Staatsanleihen hingewiesen.

Zunehmende Emission inflationsindexierter Staatsanleihen

In den vergangenen Jahren ist am Markt für öffentliche Anleihen der Umfang realwertgesicherter Schuldtitel in mehreren Ländern kräftig gewachsen.¹⁾ Nachdem das Vereinigte Königreich 1981 in einem Umfeld hoher Inflation die erste inflationsgesicherte Anleihe der Nachkriegszeit begeben hatte, blieb dieser Markt über lange Zeit eine britische Nische. Erst Ende der neunziger Jahre legten auch die USA und Frankreich Emissionen inflationsindexierter Staatsanleihen auf. Seit 2003 sind die Emissionen solcher Titel an den wichtigsten Märkten substantiell gestiegen; im Jahr 2005 erreichten sie ein Platzierungsvolumen von mehr als 140 Mrd US-\$. Legt man die Entwicklung der ersten Jahreshälfte 2006 zugrunde, ist zu erwarten, dass dieser Wert im laufenden Jahr noch übertroffen wird. Allen voran emittieren die USA regelmäßig die meisten realwertgesicherten Schuldtitel, wobei das Vereinigte Königreich und Schweden – gemessen an der jeweiligen Kapitalmarktverschuldung der öffentlichen Hand – dieses Instrument jedoch weitaus stärker nutzen.²⁾ Innerhalb des Euro-Gebiets ist Frankreich mit Abstand der größte Anbieter von inflationsindexierten Anleihen.³⁾ Daneben wird dieses Marktsegment seit 2003 auch von Italien, in geringerem Umfang von Griechenland sowie seit März 2006 auch von Deutschland in Anspruch genommen.⁴⁾

Während bei der Einführung des britischen Programms die Verankerung niedrigerer Inflationsraten noch ein wesentliches Motiv gewesen sein dürfte, könnten im heutigen Umfeld vergleichsweise moderater Geldentwertung und stabilitätsbewusster Zentralbanken verstärkt fiskalische und nachfrageseitige Faktoren als Triebkräfte des Marktwachstums gewirkt haben. Bei einer nominalen Anleihe fordert der Investor analytisch gesehen neben einem Realzins eine Kompensation für die „erwartete“ Inflation sowie einen Ausgleich für das Risiko einer „unerwarteten“ Inflation – die sogenannte Inflationsrisikoprämie. Diese zuletzt genannte Komponente kann der Emittent einer realwertgesicherten Anleihe bei seinen laufenden Zinszahlungen einsparen, da er im Gegenzug das Inflationsänderungsrisiko voll übernimmt. Dem steht allerdings eine im Vergleich zu traditionellen Anleihen höhere Liquiditätsprämie entgegen. Im Ergebnis ist damit offen, ob die Finanzierungskosten des Staates durch die Begebung realwertgesicherter Anleihen tatsächlich niedriger ausfallen.

Vor dem Hintergrund einer zunehmend internationalen Investorenbasis waren öffentliche Emittenten in einigen Ländern zudem bestrebt, das Spektrum ihrer Finanzierungsinstrumente zu verbreitern und mit geeigneten Anlageinstrumenten einer potenziell hohen strukturel-

1 Neben den hier betrachteten inflationsindexierten Staatsanleihen gibt es auch einen Markt für „structured notes“, die einen Inflationsbezug aufweisen. Dort treten auch staatsnahe Emittenten wie die Europäische Investitionsbank und die Kreditanstalt für Wiederaufbau als Emittenten auf. — 2 Quellen: Bank für Internationalen Zahlungsver-

gleich, Wertpapiermitteilungen, Thomson Financial Datastream. — 3 Die Zahlen für Frankreich enthalten auch inflationsindexierte Anleihen der Sozialversicherung (Cades). — 4 Dabei begibt Frankreich Anleihen sowohl auf den nationalen Verbraucherpreisindex als auch auf den europäischen Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), den

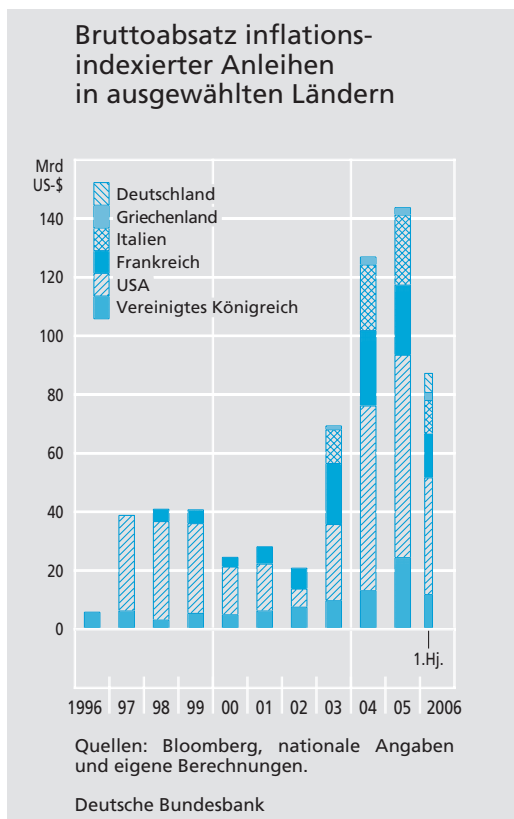
len Nachfrage der Anbieter von Altersvorsorgeprodukten zu entsprechen, die auch durch einen veränderten Regulierungsrahmen für Versicherungsunternehmen gestützt wird. Die angestrebte Angleichung zwischen den Risikostrukturen langfristiger Verbindlichkeiten aus Pensionsverpflichtungen und dem Risikoprofil ihrer Vermögenswerte könnte bei diesen Finanzinstitutionen eine wichtige Rolle in der Anlagepolitik spielen. In dem Maße, in dem Pensionsverpflichtungen einen Inflationsschutz beinhalten, dürften private Pensionseinrichtungen aus zwei Gründen eine hohe Nachfrage nach inflationsindexierten Produkten entfalten. Zum einen bieten inflationsgeschützte Anleihen eine Absicherung gegenüber unerwarteter Teuerung. Zum anderen besitzen vor allem längerlaufende Anleihen mit inflationsgebundener Rückzahlung des Kapitals eine Zinssensitivität (Duration), die mit derjenigen lang laufender Pensionsverbindlichkeiten vergleichbar ist. Somit ermöglichen inflationsgebundene Instrumente eine größere Kongruenz zwischen der Duration von Verbindlichkeiten und den als Aktiva gehaltenen Wertpapieren, so dass die Gesamtbilanz weniger anfällig gegenüber Zinsänderungen wird. Da Ende 2004 alleine die in den fünf größten Mitgliedsländern des Euro-Raums bestehenden Pensionsansprüche privater Haushalte aus Lebensversicherungen den Marktwert der zur Verfügung stehenden inflationsgebundenen EWU-Anleihen

um mehr als den Faktor 20 übertrafen, könnten sich bereits kleinere Verschiebungen im Anlageverhalten von Pensionsfonds und Lebensversicherern in einer erheblichen strukturellen Nachfrage nach realwertgesicherten Anlagen auswirken.⁵⁾

Aus stabilitätspolitischer Sicht sind gegen eine allzu große Verbreitung inflationsindexierter Schuldtitel der öffentlichen Hand dennoch Vorbehalte angebracht. So besteht grundsätzlich Anlass zur Sorge, dass dadurch die Akzeptanz von Indexierungen etwa auch im Bereich der Preis- und Lohnbildung steigen könnte, die aller Erfahrung nach die stabilitätspolitische Aufgabe der Geldpolitik erheblich erschweren. Dagegen spricht die Tatsache, dass bislang in allen emittierenden Ländern der weitaus größte Teil ihrer Staatsverschuldung weiterhin nominaler Natur ist. Für die Geldpolitik haben inflationsindexierte Anleihen den Vorzug, dass die Renditedifferenz zu nominalen Anleihen ein Maß für die von den Marktteilnehmern erwartete Inflation über die Laufzeit der Anleihen, die sogenannte „Break-even“-Inflationsrate, darstellt.⁶⁾ Darüber hinaus kann die verstärkte Begebung realwertgesicherter Anleihen auch als ein Zeichen für dauerhaft geringe Inflationserwartungen des Emittenten angesehen werden.

auch andere Emittenten realwertgesicherter Schuldtitel im Euro-Raum als Referenzindex verwenden. Einer französischen Tradition folgend wird jeweils auf die Teuerungsrate ohne die administrierten Preise für Tabakwaren indiziert. Die Fokussierung verschiedener Emittenten auf den HVPI dürfte sich positiv auf die Liquidität in die-

sem Marktsegment auswirken. — 5 Quellen: Eurostat, Barclays Capital, eigene Berechnungen. — 6 Dabei ist zu beachten, dass dieses Maß für Inflationserwartungen durch die Inflationsrisiko- und Liquiditätsprämien verzerrt sein kann, auch wenn sich diese Prämien teilweise kompensieren dürften.



Höhe von 5 Mrd US-\$. Das Wechselkursrisiko, das mit einer derartigen Fremdwährungsanleihe verbunden ist, wurde nach Angaben der Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH durch den Einsatz derivativer Instrumente abgesichert.

Im laufenden Jahr hat der Bund zudem eine zehnjährige inflationsgebundene Anleihe mit einem Platzierungsvolumen von 5 Mrd € emittiert (siehe Erläuterungen auf S. 40 f.). Damit ist Deutschland neben Frankreich, Italien und Griechenland das vierte Land des Euro-Raums, das realwertgesicherte Schuldverschreibungen begeben hat. Aus stabilitätspolitischer Sicht sind gegen eine allzu große Verbreitung solcher Emissionen dennoch Vorbehalte angebracht. So besteht grundsätzlich Anlass zur Sorge, dass dadurch die Akzeptanz

von Indexierungen im Bereich der Preis- und Lohnbildung steigen könnte, die aller Erfahrung nach die stabilitätspolitische Aufgabe der Geldpolitik erheblich erschweren. Zum Jahresende 2005 lag der Marktwert der umlaufenden inflationsindexierten Staatsanleihen im gesamten Euro-Gebiet bei 160 Mrd € mit einer mittleren realen Rendite von 1,3%.¹³⁾ Gemessen an der gesamten Rentenmarktverschuldung der öffentlichen Hand im Euro-Gebiet machen diese Emissionen aber weniger als 3 ½ % aus.

Ferner hat sich der Bund in den vergangenen Jahren die Möglichkeit geschaffen, verstärkt Zinsswaps einzusetzen. Diese erlauben einen Austausch langfristiger gegen kurzfristige Zinszahlungsverpflichtungen (siehe Erläuterungen auf S. 43). Insgesamt verfolgt der Bund durch die Nutzung von Zinsswaps zum einen das fiskalische Interesse möglichst geringer Finanzierungskosten. Zum anderen dienen Zinsswaps sowohl Liquiditätszielen (durch Emission von Benchmark-Anleihen) als auch der Gestaltung der Laufzeit- und Zinsbindungsstruktur der ausstehenden Rentenmarktverschuldung. Auf diesem Wege wurde – angesichts eines zunehmend kompetitiven Umfelds – in gewissem Umfang auch den Anlage- und Diversifikationsinteressen bestimmter Investorengruppen entsprochen. Für das laufende Jahr beträgt das im Haushaltsgesetz zugelassene Kontraktvolumen des Bundes 80 Mrd €. Aus ökonomischer Sicht ist in diesem Zusammenhang aber zu bedenken, dass die öffentliche Hand im Falle eines umfangreichen Tausches von festen in variable Zinsver-

Markt für Zinsswaps gewachsen

¹³ Vgl. Barclays Capital, Global Inflation-Linked Products, Januar 2006, S. 122.

Zur Rolle von Zinsswaps

Unter den neuen Finanzierungsinstrumenten des Bundes haben in den letzten Jahren Zinsswaps an Bedeutung gewonnen. Im Rahmen der Haushaltsgesetze wurden die Höchstgrenzen für das jährliche Kontraktvolumen in diesen Derivaten von 20 Mrd € im Jahr 2002 auf 80 Mrd € im Jahr 2006 sukzessive ausgeweitet.¹⁾ Bei einem Zinsswap tauschen die Kontraktpartner Zinszahlungen auf einen bestimmten Kapitalbetrag aus – meistens feste Zahlungen gegen solche, die an einen kurzfristigen Zins gebunden sind. Für den Bund ergibt sich aus dem Einsatz solcher Swapkontrakte der Vorteil, dass er das mit der Begebung einer Anleihe verbundene Zinsrisiko vom Liquiditätsrisiko trennen und dadurch flexibel steuern kann. Damit kann etwa eine festverzinsliche zehnjährige Anleihe in eine Verschuldung zu Geldmarktkonditionen umgewandelt werden. Ein ausreichendes Angebot der Swapkontrakte vorausgesetzt, lassen sich Vorteile einer geldmarktnahen Verschuldung mit den Finanzierungsvorteilen aus der Emission lang laufender Anleihen mit Benchmark-Status kombinieren. Durch die Inanspruchnahme des Geldmarkts kann der Emittent die Laufzeitprämie einsparen, welche risikoaverse Investoren für eine längerfristige Anlage verlangen. Dem stehen allerdings eine höhere Volatilität der öffentlichen Zinsausgaben und damit eine geringere Planungssicherheit für die Finanzpolitik entgegen.

Das Wachstum des Marktes für Zinsswaps hat grundsätzlich die Möglichkeiten der Anleiheemittenten und damit auch des Staates ver-

bessert, die Zinsbindungsstruktur der ausstehenden Schuld zu ändern, ohne mit Emissionen oder Rückkauf an den Markt treten zu müssen. Dies bedeutet aber auch, dass sich Swapkontrakte im Rahmen der bestehenden Höchstgrenzen dazu nutzen lassen, festverzinsliche länger laufende Schuldtitel durch variabel verzinsliche Schuld zu ersetzen. Eine Verschiebung der Staatsschuld hin zum kurzen Ende des Laufzeitspektrums wäre aus ordnungspolitischer Sicht in dem Maße bedenklich, wie hierdurch die Gefahr einer Kollision fiskal- und geldpolitischer Interessen entstünde. Als problematisch könnte es sich etwa erweisen, wenn die Länder des Euro-Raums in einem Umfeld einer normal verlaufenden Zinsstrukturkurve Zinsswaps in größerem Umfang gleichgerichtet einsetzen, um feste Zinszahlungen in variable umzuwandeln. Da in einem solchen Fall etwaige restriktive geldpolitische Maßnahmen direkt auf die Finanzierungsbedingungen der öffentlichen Hand und damit auf die Haushaltslage der entsprechenden Länder durchschlagen würden, steigt die Gefahr eines Konflikts mit der Geldpolitik. Auch ist mit Blick auf den Benchmark-Status der zugrunde liegenden Anleihen zu bedenken, dass mit dem Einsatz von Swaps in Phasen hoher Marktvolatilität und erhöhter Unsicherheit auch Kontrahentenrisiken an Bedeutung gewinnen könnten.²⁾ Vor diesem Hintergrund sind ein maßvoller Einsatz von Swapkontrakten und eine sorgfältige Prüfung des maximal zulässigen Kontraktvolumens im Rahmen der haushaltrechtlichen Ermächtigung zu befürworten.

1 Zudem besteht seit 2005 ein zusätzlicher Ermächtigungsrahmen für derivative Geschäfte in Höhe von 30 Mrd € zur Begrenzung von Zins- und Währungsrisiken im Zusammen-

hang mit der Begebung von Fremdwährungsanleihen. — 2 Vgl.: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Quarterly Review, März 2003.

pflichtungen stärker in den Einfluss der von der Geldpolitik wesentlich bestimmten kurzfristigen Zinsen kommt. Dies könnte das Potenzial möglicher Konflikte zwischen Finanz- und Geldpolitik erhöhen, da in einem solchen Fall etwaige restriktive geldpolitische Maßnahmen direkt auf die Finanzierungsbedingungen der öffentlichen Hand und damit auf die Haushaltslage des Staates durchschlagen.

Fazit

Im Zusammenwirken von Veränderungen im Marktumfeld und der sich wandelnden Präferenzen von Investoren und Emittenten aus dem öffentlichen Sektor hat der deutsche Markt für Staatsanleihen in den letzten Jahren weiter an Reife gewonnen. So haben staatliche Stellen in Deutschland – wie in

anderen Ländern des Euro-Gebiets – im Wettbewerb um eine gemeinsame Investorenbasis zu einer stärkeren internationalen Vereinheitlichung der Emissionsstandards beigetragen. Insbesondere setzten sich am Markt für öffentliche Schuldverschreibungen großvolumige Emissionen durch. Schließlich kamen in den letzten Jahren auch neue Finanzierungsinstrumente im Schuldenmanagement der öffentlichen Hand verstärkt zum Einsatz.

Die schon seit langem hohe Liquidität am Markt für Bundesanleihen, flankiert durch erhebliche Effizienzsteigerungen im Bereich der Marktinfrastruktur einerseits und die zunehmend EWU-weite Ausrichtung der Investoren andererseits, dürfte auch auf den Gesamtmarkt für EWU-Staatsanleihen ausgestrahlt und die Integration der Teilmärkte weiter vorangetrieben haben. Dies ist auch aus Sicht der einheitlichen Geldpolitik zu begrüßen.