

## Staatsfinanzen: Anleihekäufe der Zentralbank erhöhen die Sensitivität gegenüber Zinsänderungen

*Das aktuell sehr niedrige Zinsniveau eröffnet im Euroraum günstige Finanzierungsbedingungen in allen Laufzeitbereichen. Die Mitgliedstaaten haben sich wohl auch deshalb zunehmend längerfristig verschuldet. Damit haben sie sich gegen kurzfristig steigende Zinsen stärker abgesichert. Gleichzeitig ist aber zu berücksichtigen, dass die umfangreichen Anleihekäufe der Zentralbanken letztlich wiederum die Zinsreagibilität der Staatsfinanzen erhöhen.*

*Die Anleihebestände der Zentralbanken führen dort einerseits zu Zinserträgen während der Haltezeit. Andererseits entstehen durch den Erwerb von Anleihen (kurzfristig verzinsten) Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank. Sind die Zinsen auf Aktiva (Anleihebestände) höher als die auf Passiva (Einlagen), ergibt sich ein positives Zinsergebnis (und im umgekehrten Fall ein negatives). Dieses erhöht dann zunächst den Zentralbankgewinn und mit dessen Ausschüttung auch die Staatseinnahmen. Steigt der Einlagesatz, so sinken kurzfristig die Nettozinserträge und damit das Gewinnausschüttungspotenzial der Zentralbank. Eine Zinswende kann dabei auch zu Bilanzverlusten führen.*

*Die konkreten Zahlungen der Zentralbanken an ihre Staaten hängen von verschiedenen Faktoren ab – darunter der bilanziellen Risikovorsorge. So ändern etwa Rückstellungen für Zinsänderungs- oder Ausfallrisiken die zeitliche Verteilung solcher Zahlungen. Für das Jahr 2020 schütteten beispielsweise einige Zentralbanken (wie auch die Bundesbank) keine oder nur geringe Gewinne aus und stockten vorsorglich ihre Rückstellungen auf.*

*Die Zentralbanken des Eurosystems dürften auf Basis der derzeitigen Beschlusslage ihre Bilanzen ausweiten und den bereits hohen Bestand an Staatsanleihen noch deutlich aufstocken. Im kommenden Jahr könnte sich damit im Eurosystem der Bestand öffentlicher Anleihen der Mitgliedstaaten und supranationaler Einheiten einer Größenordnung von 40 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) nähern. Dies dürfte mit weiter steigenden Einlagen der Geschäftsbanken einhergehen.*

*Da die Euro-Staaten die mittel- bis langfristigen Marktzinsen auf ihre Anleihen im Bestand ihrer Zentralbanken quasi an sich selbst zahlen, hängen die effektiven Finanzierungskosten für diesen Teil der Staatsschuld letztlich am Kurzfristzins des Eurosystems. Der finanzielle Vorteil für die einzelnen Mitgliedstaaten ist dabei umso größer, je ungünstiger ihre aktuellen Finanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt sind. Gleichzeitig werden die Staatshaushalte aller Mitgliedsländer stärker davon abhängig, wie sich die kurzfristigen Zinsen ändern.*

## Zinsentwicklung beeinflusst Staatshaushalte

*Trotz deutlich ausgeweiteter Schulden sinkende Zinslasten im Euroraum*

Staatsschulden belasten die Staatshaushalte fortlaufend durch Zinsausgaben. Die Schuldenquote ist im Euroraum insbesondere im Gefolge der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 und in der gegenwärtigen Coronakrise stark gestiegen. Die Zinsausgaben blieben dagegen rückläufig. Ausschlaggebend hierfür war, dass sich die Länder seit einigen Jahren sehr günstig finanzieren konnten, in den letzten Jahren teilweise sogar zu negativen Zinssätzen. Dadurch sank auch die Durchschnittsverzinsung der Staatsschulden auf Rekordtiefs (vgl. unten stehendes Schaubild).

*Zinsausgaben reagieren unterschiedlich schnell auf Änderung der Kapitalmarktzinsen*

Wie sich die aktuellen Finanzierungsbedingungen auf die Zinsausgaben übertragen, hängt neben der Höhe der Neuverschuldung auch von Umfang und Struktur der Schuldtitel ab, die refinanziert werden müssen. Die Restlaufzeitenstruktur ist damit für die Zinsreagibilität der

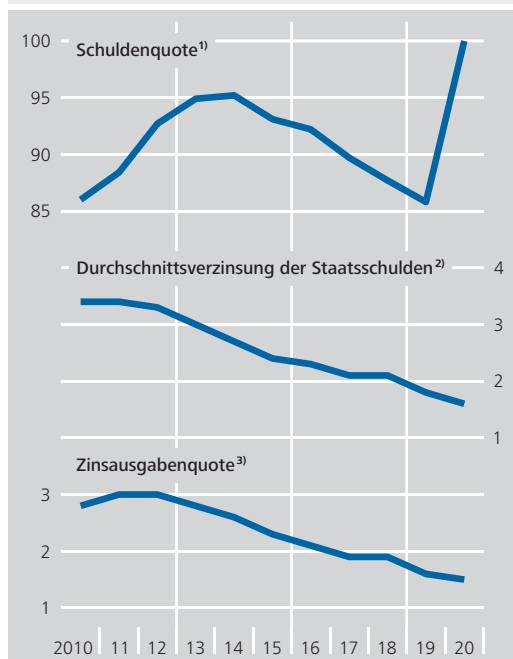
öffentlichen Haushalte von erheblicher Bedeutung. Kurzfristige Schulden werden häufiger „überrollt“, das heißt durch neu aufgenommene Schulden ersetzt. Die Zinsausgaben reagieren entsprechend umso schneller auf Veränderungen der Finanzierungsbedingungen, je kürzer die Laufzeit ausstehender festverzinslicher Verbindlichkeiten ist. Die Reaktion erfolgt auch dann schnell, wenn die Verschuldung zwar längere Laufzeiten aufweist, aber variabel verzinst wird.<sup>1)</sup> Auch kann beispielsweise eine eigentlich längerfristige Verschuldung mit einem festen Zinssatz über Derivate (wie Zinsswaps) an einen variablen Zins gebunden werden (oder umgekehrt).

Über ihr Schuldenmanagement können die Staaten somit beeinflussen, wie stark sich Zinsänderungen kurzfristig in ihrem Haushalt niederschlagen. Wenn etwa ein aktuell niedriges Zinsniveau langfristig gesichert werden soll, kann es aus Sicht eines staatlichen Schuldners sinnvoll erscheinen, verstärkt Schuldtitel mit längerer Zinsbindung zu begeben. Eine längere Laufzeit ist im Regelfall zunächst mit höheren Durchschnittszinsen verbunden. Dafür schlagen sich dann steigende, aber auch fallende Zinsen entsprechend verzögert in den Zinsausgaben nieder. Bei einem allgemeinen oder auch länderspezifischen Zinsanstieg bleibt den Staaten folglich mehr Zeit, darauf zu reagieren. Weniger zinsreagible Staatsfinanzen können auch dazu beitragen, den Druck auf die Geldpolitik zu verringern, staatliche Finanzierungskosten niedrig zu halten. Angesichts der aktuell teils sehr hohen Staatsschulden und der sehr günstigen Finanzierungsbedingungen ist es gut nachvollziehbar, dass viele Länder die Laufzeitstruktur ihrer Verschuldung weiter verlängern. Seit Beginn der Währungsunion waren die durchschnittlichen Restlaufzeiten der Anleihen der Staaten des Euroraums bereits merklich gestiegen (vgl. zu den fünf größten Mitgliedstaaten Schaubild auf S 43).

*Staatliches Schuldenmanagement beeinflusst Zinsausgaben*

### Kennziffern der Staatsfinanzen im Euroraum

in %



Quelle: Eurostat. **1** Staatliche Bruttoschulden in Prozent des Bruttoinlandsprodukts. **2** Zinsausgaben in Relation zum durchschnittlichen Schuldenstand eines Jahres. **3** Zinsausgaben in Prozent des Bruttoinlandsprodukts.

Deutsche Bundesbank

<sup>1</sup> Dabei ist der Zins zumeist an einen weitgehend risikofreien kurzfristigen Zinssatz gebunden, wie etwa den EURIBOR. Der Staat ist damit zumindest gegen eine Änderung der Risikoprämie abgesichert. Diese Prämie wird dann erst wieder relevant, wenn der Schuldtitel am Ende der Laufzeit zu refinanzieren ist.

## Anleihekäufeprogramme der Zentralbanken beeinflussen Zinslast

*Faktisch Verkürzung der Zinsbindung durch Anleihekäufe der Zentralbanken*

Neben der Schuldenstruktur beeinflussen auch die Anleihekäufeprogramme der Zentralbanken die Schuldenlast der Staaten.<sup>2)</sup> Diese Programme wirken im Ergebnis ähnlich wie eine Verkürzung der Zinsbindung der Staatsverschuldung. Ausschlaggebend ist dabei der bilanzielle Zusammenhang zwischen der Zentralbank und den Staatsfinanzen. Die Staatsanleihekäufe beeinflussen den Gewinn der Zentralbanken und damit deren Zahlungen an den Staat. Beim Staat führt dieser bilanzielle Zusammenhang somit nicht zu veränderten Zinsausgaben, wohl aber zu veränderten Einnahmen (empfangene Zentralbankgewinne oder in einigen Fällen auch aus Steuerzahlungen der Zentralbank).

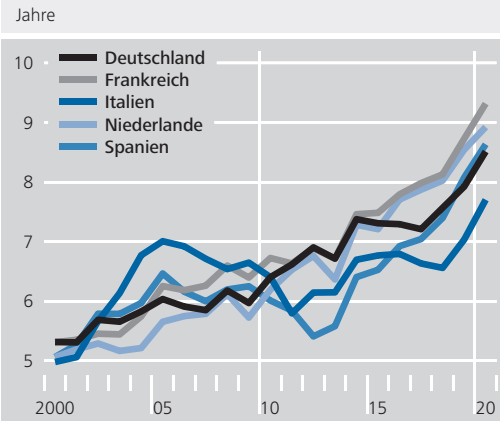
*2022 könnten öffentliche Anleihen im Bestand des Eurosystems sich einer Größenordnung von 40 % des BIP annähern*

Die grundsätzlichen Zusammenhänge werden im Folgenden am Beispiel des Euroraums illustriert.<sup>3)</sup> Die Europäische Zentralbank und die nationalen Zentralbanken haben in großem Umfang Staatsanleihen insbesondere im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme: PSPP) und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme: PEPP) erworben.<sup>4)</sup> Für die nächsten Monate sind weitere Käufe vorgesehen. Im kommenden Jahr könnte sich damit im Eurosystem der Bestand öffentlicher Anleihen der Mitgliedstaaten und supranationaler Einheiten einer Größenordnung von 40 % des BIP nähern.<sup>5)</sup> Der weit überwiegende Teil entfällt auf die nationalen Zentralbanken: Im Rahmen des PSPP und des PEPP halten sie vor allem Schulden des eigenen Mitgliedstaates und tragen auch das diesbezügliche Ausfallrisiko allein.<sup>6)</sup> Die entsprechenden Zinseinnahmen fließen faktisch der jeweiligen nationalen Zentralbank zu.<sup>7)</sup>

*Bilanzstruktur der Zentralbanken: Staatsanleihekäufe sind lang laufende Aktiva, ...*

Die Anleihekäufe<sup>8)</sup> beeinflussen Bilanzstruktur und Gewinne der Zentralbank. Dabei wird ein breites Laufzeitenspektrum gekauft. Die durchschnittliche Restlaufzeit der PSPP- und PEPP-Bestände über das gesamte Eurosystem hinweg

### Durchschnittliche Restlaufzeiten von Staatsanleihen<sup>1)</sup>



Quelle: Bloomberg. \* Jahresendstände, Anleihen des Zentralstaats.  
 Deutsche Bundesbank

**2** Staatsanleihekäufe der Zentralbank haben vielfältige ökonomische Wirkungen auf das Zinsniveau für Staatsanleihen. In diesem Aufsatz stehen aber ausschließlich der Bilanzzusammenhang zwischen Staat und nationaler Zentralbank und die damit verbundenen Wirkungen auf die Staatsfinanzen im Fokus.

**3** Vgl.: Deutsche Bundesbank (2017).

**4** Vgl.: Europäische Zentralbank (2015a, 2020a). Darüber hinaus werden vom Eurosystem auch im Rahmen des von 2010 bis 2012 durchgeführten Programms für die Wertpapiermärkte (Securities Market Programme: SMP) noch Staatsanleihen gehalten. Daneben halten verschiedene nationale Zentralbanken des Eurosystems Staatsanleihen für nicht geldpolitische Zwecke. Vgl. auch: Deutsche Bundesbank (2016).

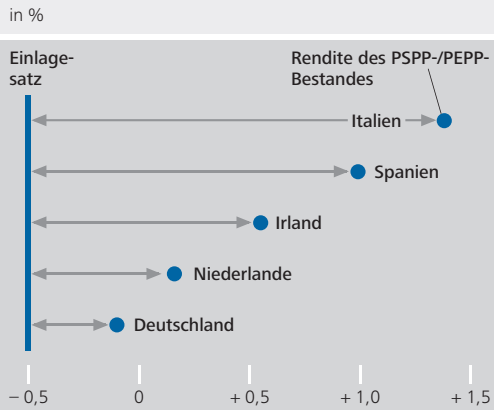
**5** Bezüglich der Bestände sieht das PSPP den Ankauf von Anleihen der Eurostaaten gemäß dem EZB-Kapitalschlüssel vor. Dieser richtet sich aber nicht nur nach dem BIP-Anteil eines Landes (aktuell der Durchschnitt der Jahre 2011 bis 2015), sondern zusätzlich auch nach der Bevölkerungszahl (aktuell des Jahres 2016). Im Rahmen der Erweiterung der Ankäufe durch PEPP im Jahr 2020 wird die Vorgabe des Kaufs nach dem Kapitalschlüssel temporär flexibler gehandhabt. Bis zum Ende der Ankaufphase des PEPP sollen zwischenzeitliche Abweichungen aber wieder ausgeglichen werden.

**6** Vgl.: Europäische Zentralbank (2015b). Dies betrifft vereinbarungsgemäß 80 % des PSPP-/PEPP-Volumens. Etwa 10 % halten die nationalen Zentralbanken in Form supranationaler Anleihen, deren Erträge in den Gewinn des Eurosystems einfließen und gemäß dem Kapitalschlüssel verteilt werden. Gleiches gilt für weitere rd. 10 % des PSPP-/PEPP-Volumens, die direkt von der EZB erworben wurden – wie auch für die SMP-Bestände.

**7** In die allgemeine Gewinnverteilung des Eurosystems anhand des Kapitalschlüssels gehen die Staatsanleihebestände nicht mit ihrer Effektivverzinsung, sondern zum Hauptrefinanzierungssatz ein. Vgl.: Europäische Zentralbank (2016), zuletzt geändert durch Europäische Zentralbank (2020c).

**8** Werden statt nationaler Staatsanleihen auf eigenes Risiko andere bilanzverlängernde Aktiva gekauft (etwa Unternehmensanleihen (mit Risikoteilung)), wird die Bindung der Staaten an den Kurzfristzins ebenfalls gestärkt. Bei Risikoteilung stellt sich aber die Verteilung der Zinserträge aus den Käufen innerhalb des Eurosystems anders dar.

### Renditen der PSPP-/PEPP-Bestände im Vergleich zum einheitlichen Einlagesatz des Eurosystems im Jahr 2020



Quellen: Geschäftsberichte der jeweiligen Zentralbanken.  
 Deutsche Bundesbank

belief sich Ende 2020 auf rund siebeneinhalb Jahre. Aus den Staatsanleiheportfolios resultieren Zinserträge. Sie fallen bis zu einem Verkauf oder über die gesamte Restlaufzeit der Anleihe an. Der effektive Zinssatz ergibt sich aus dem Kupon und der Differenz zwischen dem Kaufpreis und dem Rückzahlungsbetrag (vgl. oben stehendes Schaubild für Zentralbanken, deren diesbezügliche Daten veröffentlicht sind).<sup>9)</sup>

... denen kurzfristige Einlagen auf der Passivseite gegenüberstehen

Mit den Anleihekäufen erhöht sich vor allem die Überschussliquidität. Das heißt, die Banken halten im Ergebnis mehr Guthaben auf Einlagenkonten der nationalen Zentralbanken, als es

ihrem jeweiligen Mindestreservesoll entspricht (vgl. zur Entwicklung im Eurosystem unten stehendes Schaubild).<sup>10)</sup> Diese Überschussliquidität wird derzeit mit dem Einlagesatz des Eurosystems verzinst.<sup>11)</sup> Der Einlagesatz war bis 2012 positiv und lag überwiegend 1 Prozentpunkt unterhalb des Refinanzierungssatzes. Mitte 2012 sank der Einlagesatz auf 0 %, und seit September 2019 beträgt er – 0,5 %.

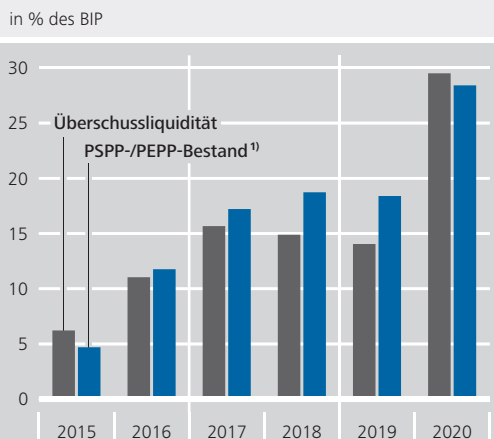
Die verlängerten Bilanzen<sup>12)</sup> der Zentralbanken führen dazu, dass einerseits ihre Zinseinnahmen steigen. Diese hängen damit überwiegend von den mittel- bis längerfristigen Staatsanleiherenditen (zum Kaufzeitpunkt) ab. Je nach Mitgliedsland sind sie teils auch negativ. Andererseits ergeben sich Zinsaufwendungen, die sich am kurzfristigen Einlagesatz orientieren und daher derzeit für alle Zentralbanken gleichermaßen negativ sind. Eine solche Fristentransformation erhöht in der Regel zunächst die Zentralbankgewinne, weil der Einlagesatz meist niedriger liegt als der mittel- bis längerfristige Staatsanleihezins.

*Fristentransformation hat Zentralbankgewinne steigen lassen*

Wenn das Zinsniveau (und damit der Einlagesatz) steigt, verschlechtern sich somit unmittelbar die Nettozinserträge der Zentralbanken: Während die Zinserträge auf den Bestand an

*Steigende Zinsen belasten dann Zentralbankbilanzen ...*

### PSPP-/PEPP-Bestand und Überschussliquidität im Eurosystem



Quelle: EZB. 1 Kumulierte Nettokäufe.  
 Deutsche Bundesbank

9 Beträge aus einem Agio/Disagio werden im Hinblick auf die Gewinn- und Verlustrechnung periodengerecht über die Laufzeit der Anleihe verteilt.

10 Die Anleihekäufe können grundsätzlich auch andere bilanzielle Wirkungen haben. Würden sich Banken etwa noch stark über reguläre Refinanzierungsgeschäfte beim Eurosystem zum Hauptrefinanzierungssatz von 0 % finanzieren, so wäre zu erwarten, dass zunächst deren Volumen zurückgeht – bevor die Banken Geld auf ihrem Zentralbankkonto halten und eine Zinsdifferenz zahlen. Allerdings ist das Volumen der regulären Refinanzierungsgeschäfte bereits seit einiger Zeit deutlich zurückgegangen. De facto erhöhen derzeit die Staatsanleihekäufe weitgehend im gleichen Umfang die Überschussliquidität.

11 Soweit sie das Sechsfache des relativ geringen Mindestreservesolls übertrifft. Anders als bei den Erträgen aus Staatsanleihen werden die Zinsaufwendungen (derzeit: Zinserträge) für die Einlagen bei den nationalen Zentralbanken innerhalb des Eurosystems gemäß dem EZB-Kapital Schlüssel verteilt – unabhängig davon, bei welcher Zentralbank Einlagen in Form von Überschussliquidität erfasst werden.

12 Von einer Bilanzverlängerung wird gesprochen, wenn eine Transaktion Aktiv- und Passivseite der Bilanz in gleichem Umfang betrifft und sich dadurch die Bilanzsumme insgesamt erhöht.

länger laufenden Anleihen zunächst weitgehend stabil bleiben, steigen die Zinsaufwendungen unmittelbar mit dem Einlagesatz. Der Zentralbankgewinn reagiert in einem solchen Fall also schnell auf Zinsänderungen. Eine Zinswende kann so auch zu negativen Nettozins-erträgen führen. Dabei kommt es sowohl auf das Ausmaß des Zinsanstiegs als auch den Umfang des Anleihebestandes an. In einer Übergangsphase halten die laufenden Mindererträge so lange an, wie die Zentralbanken noch Altbestände an relativ niedrig verzinslichen Anleihen halten. Höhere Erträge ergeben sich potenziell im weiteren Verlauf, falls auslaufende Bestände noch zu dann höheren Zinsen refinanziert werden sollten.<sup>13)</sup>

... und Gewinn-  
abführungen  
an den Staat

Über ihre Gewinnabführung beteiligt die Zentralbank den Staat an den Risiken und Erträgen ihrer Tätigkeit. So fließen die Ausschüttungen einer Zentralbank im Euroraum weitestgehend dem eigenen Staat zu.<sup>14)</sup> Die Ausschüttungen entsprechen in der Regel den Zentralbankgewinnen, wobei teils Besonderheiten zu beachten sind.<sup>15)</sup> So werden in manchen Mitgliedstaaten die Zentralbankgewinne besteuert (etwa in Frankreich und Italien). Der Zentralbankgewinn fließt dann teils als Steuerzahlung und teils als Gewinnabführung an den Staat. Auch können sich die Gewinnabführungen zeitlich verschieben. So werden mitunter Rückstellungen für Risiken gebildet oder aufgelöst, wodurch sich der jährliche Gewinn vermindert oder erhöht.<sup>16)</sup> Etwaige Verluste können durch künftige Gewinne oder auch durch staatliche Kapitalaufstockung, ausgeglichen werden.<sup>17)</sup> Letztlich schlagen sich Ertragschwankungen der Zentralbank in den Staatsfinanzen nieder.

Transformation  
von risikobehaf-  
tetem Langfrist-  
zins in risiko-  
freien Kurzfrist-  
zins

Aus diesem Bilanzzusammenhang folgt, dass faktisch für die von den Zentralbanken gehaltenen Staatsanleihen deren mittel- bis langfristige Zinsbindung in eine variable Verzinsung umgewandelt wird. Betrachtet man vereinfachend Staat und Zentralbank konsolidiert, finanziert sich der Staat – im Ausmaß der von der Zentralbank gehaltenen festverzinslichen Anleihen – damit effektiv nicht mehr zu seiner Anleiheren-

dite. Stattdessen wird er für dieses Portfolio nun letztendlich mit dem Einlagesatz belastet.<sup>18)</sup> Veranschlagt der Finanzmarkt für die Staatsschuld-titel einen Risikoaufschlag, zahlt der Staat diesen quasi an sich selbst. Für Staaten mit schlechteren Marktbewertungen entfallen im Ausmaß der Staatsanleihekäufe ihrer Zentralbank daher diese Risikoaufschläge. Diese Effekte greifen auch, wenn die Zentralbank variabel verzinsliche oder sehr kurz laufende Staatsschuld-titel erwirbt und ist daher grundsätzlich unabhängig von der oben beschriebenen geringeren Zins-bindungsfrist.

## Entlastungswirkungen unterschiedlich

Konkret weisen im Fall der Bundesbank die 2020 bilanzierten deutschen Staatsanleihen leicht negative Renditen auf (im Durchschnitt – 0,1 %).<sup>19)</sup> Aus der Differenz zum Einlagesatz von – 0,5 % lässt sich überschlägig ein Gewinnbeitrag aus den PSPP- und PEPP-Staatsanleihebeständen ermitteln. Er betrug im Jahr 2020 rund 2 Mrd €. Die sehr niedrigen, weitestgehend risikofreien mittel- bis langfristigen Renditen werden quasi in eine Verzinsung zum

Kurzfristig  
rechnerischer  
Anstieg des Bun-  
desbankgewinns  
durch Anleihe-  
bestand trotz  
negativer  
Renditen, ...

**13** Im Falle eines Verkaufs vor dem Laufzeitende realisieren die Zentralbanken diese Ertragseinbußen aus einem steigenden Zinsniveau entsprechend zeitnäher, da die Anleihen zu fortgeschriebenen Anschaffungskosten bilanziert werden.

**14** Einige Zentralbanken haben zusätzlich private Anteilseigner (z. B. die Zentralbanken Italiens und Belgiens), die ebenfalls an den Gewinnen partizipieren. Deren Anteil an den Ausschüttungen ist allerdings durchweg von untergeordneter Bedeutung gegenüber dem staatlichen Anteil.

**15** Darüber hinaus hängt der Zentralbankgewinn von zahlreichen weiteren Faktoren ab. Dazu zählen institutionelle und rechtliche Vorgaben ebenso wie Rechnungslegungsstandards. Diese Vorgaben beeinflussen auch Entscheidungen über die Bildung von Rückstellungen und bestimmen letztlich den diskretionären Entscheidungsspielraum der Zentralbankleitungen.

**16** Vgl.: Deutsche Bundesbank (2021), S. 66 f.

**17** Vgl.: Europäische Zentralbank (2020b), S. 26 f.

**18** Die „Umwandlung“ erfolgt zum Zeitpunkt der Käufe und zu den jeweiligen Marktkonditionen der gekauften Anleihen. Von Rückstellungen wegen möglicher Zinsanstiege oder Ausfallrisiken wird dabei abstrahiert.

**19** Zinserträge in Relation zum durchschnittlichen Bestand an Staatsanleihen im Rahmen von PSPP und PEPP (Mittelwert aus Anfangs- und Endbestand 2020). Die Renditen der Neukäufe lagen teils unterhalb von – 0,5 %.

### Gewinne der nationalen Zentralbanken im Euroraum für das Geschäftsjahr 2020

in % des BIP

Zentralbanken der Euro-Länder	Gewinn vor Steuern	Steuern und Ausschüttung an den Staat
Belgien	0,2	0,1
Deutschland	0,0	0,0
Estland	0,0	0,0
Irland	0,2	0,2
Griechenland	0,6	0,4
Spanien	0,2	0,2
Frankreich	0,2	0,2
Italien	0,5	0,4
Zypern	0,0	0,0
Lettland	0,1	0,1
Litauen	0,1	0,0
Luxemburg	k.A.	k.A.
Malta	0,3	0,3
Niederlande	0,0	0,0
Österreich	0,0	0,0
Portugal	0,4	0,3
Slowenien	0,2	0,0
Slowakei	0,2	0,0
Finnland	0,1	0,0

Deutsche Bundesbank

noch niedrigeren risikofreien Zentralbankzins umgewandelt.

... aber im  
 Gegenzug  
 Belastung durch  
 Risikovorsorge

Allerdings schlagen sich im ausschüttungsfähigen Bilanzgewinn noch zahlreiche andere Erträge und Aufwendungen nieder.<sup>20)</sup> Mit Blick auf die potenziellen Verluste auch aufgrund von Zinsänderungen wurden die Rückstellungen auf Basis modellgestützter Berechnungen um 2,4 Mrd € aufgestockt. Im Ergebnis schüttete die Bundesbank für das Jahr 2020 keinen Gewinn aus und kündigte für das laufende Jahr eine weitere diesbezügliche Rückstellung an.<sup>21)</sup>

Andere Zentralbanken mit stärkerem Gewinnanstieg aus höherverzinslichen Staatsanleihen

In anderen Mitgliedstaaten fällt der Gewinnbeitrag der Staatsanleihekäufe teils deutlich höher aus. So wurden und werden hier am Markt Risikoprämien in Form von Zinsaufschlägen gefordert. Letztlich übernimmt die nationale Zentralbank in solchen Fällen Ausfallrisiken und erhält die Risikoprämien.<sup>22)</sup> Die Unterschiede im Umfang der Abführungen der nationalen Zentralbanken an den Staat (Gewinnausschüttun-

gen und Gewinnsteuerzahlungen) können letztlich verschiedene Gründe haben. Die unterschiedliche Verzinsung der erworbenen Staatsanleihen spielt aber eine bedeutende Rolle. In der Spitze erreichten die Gewinnausschüttungen im vergangenen Jahr fast ½ % des BIP (Italien und Griechenland, vgl. nebenstehende Tabelle).<sup>23)</sup>

Die Nettoerträge der nationalen Zentralbanken aus den Staatsanleihekäufen könnten noch steigen. So wurden die Bestände im Laufe des letzten Jahres weiter aufgestockt. Zudem war der beschlossene Rahmen für die Anleihekaufprogramme PSPP und PEPP Ende 2020 bei Weitem noch nicht ausgeschöpft. Allerdings liegen die Marktrenditen der Staatsanleihen im Euroraum derzeit noch etwas niedriger als in den vergangenen Jahren.

Anleihebestände werden weiter aufgestockt

Im Falle einer weniger expansiven geldpolitischen Neuausrichtung könnte sich das Bild aber wandeln. Steigende Einlagenzinsen würden schon kurzfristig zu Ertragsbelastungen führen und dann auch die Gewinne aus den Anleihekäufen schmälern oder überwiegen – soweit hier nicht bereits durch Rückstellungen Vorsorge getroffen wurde. Anleiheverkäufe würden bei gestiegenen Zinsen besonders bei den lang laufenden Wertpapieren ebenfalls zu Verlusten führen. Auch dies würde auf die Zentralbankgewinne durchwirken und das Ausschüttungspotenzial für längere Zeit zumindest vermindern.

Bei steigenden Zinsen werden Zentralbankbilanzen belastet

**20** Im Jahr 2020 wurde der Gewinn besonders stark von negativen Zinserträgen aus den zinsbegünstigten Refinanzierungsgeschäften mit Banken beeinträchtigt (Targeted Longer-Term Refinancing Operations: TLTRO). Hier können die Banken sich unter bestimmten Bedingungen Liquidität über längerfristige Refinanzierungsgeschäfte besorgen, die noch günstiger verzinst ist als der Einlagesatz (die Verzinsung ist noch negativer). Vgl.: Deutsche Bundesbank (2021), S. 54 ff. Dies gilt auch für die anderen Zentralbanken des Eurosystems.

**21** Vgl.: Deutsche Bundesbank (2021), S. 66 f.

**22** Soweit die Risikoteilung im PSPP und PEPP ausgeschlossen ist, werden keine staatlichen Solvenzrisiken zwischen den nationalen Zentralbanken umverteilt. Die Risikoprämien werden entsprechend von den nationalen Zentralbanken vereinnahmt, die teilweise auch Risikovorsorge betreiben.

**23** Die relative Bedeutung im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung fällt umso höher aus, je stärker der Anteil am Ankaufprogramm über dem BIP-Anteil des Landes liegt und je mehr Staatsanleihen in sonstigen Portfolios gehalten werden.

Je nach Ausmaß kann eine Zinswende auch zu negativen Jahresergebnissen führen. Beispielhaft würden bei einem um 1 Prozentpunkt höheren Einlagenzins und einer Überschussliquidität von 40 % des BIP unter sonst gleichbleibenden Bedingungen unmittelbar jährliche Zinsmehraufwendungen der Zentralbanken von 0,4 % des BIP resultieren. Für den Euroraum insgesamt entspricht dies etwa 48 Mrd € und für Deutschland 14 Mrd € pro Jahr.

## Staatsfinanzen durch effektive Fristentransformation anfälliger gegenüber Zinsänderungen

Alles in allem tragen Anleihekäufe des Eurosystems über zahlreiche Kanäle durch niedrigere Zinsen zu einer Entlastung der Staatsfinanzen bei. Bei dem aktuellen Niedrigzinsniveau wird

den Staaten häufig empfohlen, die Laufzeiten auszuweiten und verstärkt auf langfristige Anleihen zu setzen. Ein solcher Trend ist zu beobachten. Damit sollen die Niedrigzinsen langfristig gesichert werden. Jedoch wird häufig übersehen, dass die Staatsanleihekäufe der Zentralbank wie eine Verkürzung der durchschnittlichen Zinsbindungsfrist wirken. Über den bilanziellen Zusammenhang zwischen Zentralbank und Staatsfinanzen werden die angekauften Schulden zum Kaufzeitpunkt praktisch von den mittel- bis langfristigen Marktkonditionen auf den risikofreien Zentralbankzins umgestellt. Der kurzfristige fiskalische Vorteil aus den Zentralbankkäufen ist dabei für sich genommen umso größer, je teurer die Marktfinanzierung eines Landes ist. Gleichzeitig werden die Staatshaushalte aller Mitgliedsländer stärker davon abhängig, wie sich die kurzfristigen Zinsen ändern. Dies wirkt der verlängerten Laufzeitstruktur der Staatsanleihen entgegen.

*Staatsanleihekäufe wirken verlängerter Laufzeitstruktur der Staatsfinanzen entgegen*

## Literaturverzeichnis

Deutsche Bundesbank (2021), Geschäftsbericht 2020.

Deutsche Bundesbank (2017), Zentralbankgewinne: die Wirkung von Zinsänderungen im Kontext der unkonventionellen Geldpolitik, Monatsbericht, Juli 2017, S. 61–63.

Deutsche Bundesbank (2016), Zur Rolle des „Agreement on Net Financial Assets“ (ANFA) in der geldpolitischen Implementierung, Geschäftsbericht 2015, S. 86.

Europäische Zentralbank (2020a), Beschluss vom 24. März 2020 zu einem zeitlich befristeten Pandemie-Notfallankaufprogramm (EZB/2020/17).

Europäische Zentralbank (2020b), Convergence Report, Juni 2020.

Europäische Zentralbank (2020c), Beschluss vom 12. November 2020 (EZB/2020/55).

Europäische Zentralbank (2016), Beschluss vom 3. November 2016 über die Verteilung der monetären Einkünfte der nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist (EZB/2016/36).

Europäische Zentralbank (2015a), Beschluss vom 4. März 2015 über ein Programm zum Aufkauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten (EZB/2015/774).

Europäische Zentralbank (2015b), EZB-Pressemitteilung vom 22. Januar 2015.