



Jörg Angelé
Senior Economist

Analyse

EZB saugt auch 2021 Neuverschuldung der Euroländer vollständig auf

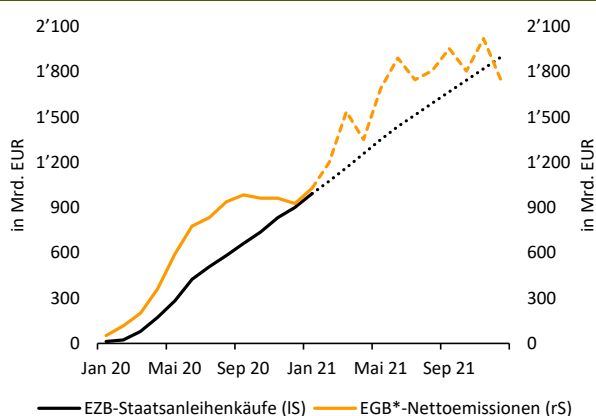
9. April 2021

www.bantleon.com

Keine Finanzierungssorgen dank EZB

2020 haben die Euroländer Staatsanleihen und Geldmarktpapiere im Volumen von netto 928 Mrd. EUR bzw. 8% des BIP begeben. So viel frisches Geld haben sie sich nie zuvor binnen eines Jahres am Finanzmarkt besorgt – im bisherigen Rekordjahr 2009 erreichten die Nettoneuemissionen »lediglich« 579 Mrd. EUR. Im Gegensatz zu damals musste der Kapitalmarkt im zurückliegenden Jahr allerdings so gut wie nichts davon verdauen. Der Grund hierfür sind die gigantischen Anleihenkäufe der EZB bzw. genauer gesagt des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB). Im Rahmen des Public Sector Purchase Programme (PSPP) und des Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) wurden 2020 Käufe von Staatsanleihen und Geldmarktpapieren im Ausmass von netto rund 900 Mrd. EUR getätigt.

Abb. 1: Die EZB als Staubsauger der Staatsschulden

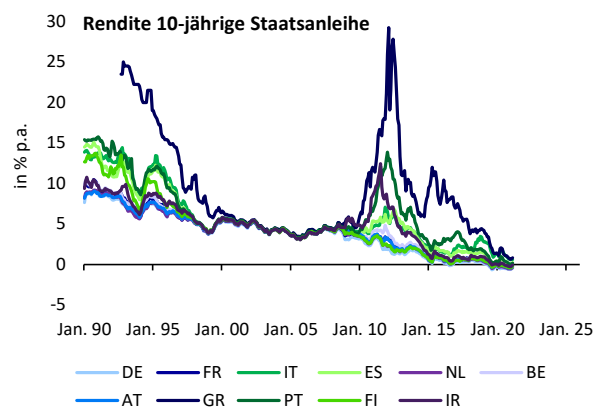


Quellen: EZB, BANTLEON; ab Februar 2021 Prognose BANTLEON
* Eurozone Government Bonds

In diesem Jahr zeichnet sich eine ähnliche Entwicklung ab. Wir schätzen, dass sich die EZB-Nettokäufe von Staatsanleihen und Geldmarktpapieren 2021 auf ca. 1.000 Mrd. EUR belaufen werden. Diesen Käufen stehen vermutlich staatliche Nettoneuemissionen in Höhe von über 800 Mrd. EUR gegenüber. Das ergibt

sich zumindest auf Basis der jüngsten Emissionsplanung der Mitgliedsländer. Angesichts der sich abzeichnenden Verlängerung bzw. Verschärfung der Massnahmen zur Pandemiebekämpfung bis weit ins 2. Quartal hinein dürfte dieser Wert am Ende jedoch höher liegen. Zuletzt hatten beispielsweise Deutschland (7% statt 5,3% des BIP) und Italien (10% statt 7% des BIP) eine grössere Neuverschuldung angekündigt als bis dato angenommen. Nichtsdestotrotz sieht es so aus, als ob die EZB erneut sämtliche neuen Schuldpapiere der Euroländer aufkaufen könnte (vgl. Abbildung 1). Das ist auch ein Grund dafür, weshalb sich das Renditeniveau in allen Euroländern trotz der gewaltigen Neuverschuldung, die 2020 aufgelaufen ist bzw. bis Ende 2021 auflaufen wird, nahe den historischen Tiefständen befindet (vgl. Abbildung 2).

Abb. 2: Renditen trotz explodierender Neuverschuldung nahe Rekordtiefständen



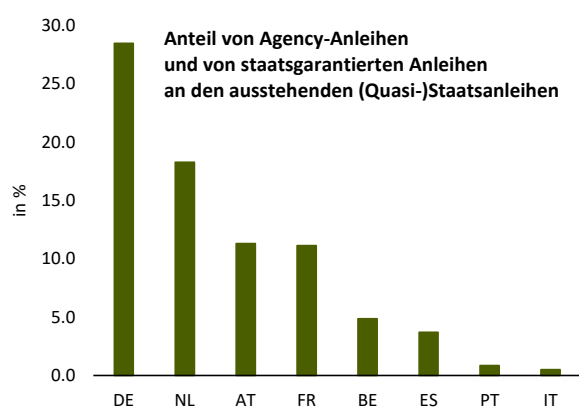
Quellen: Macrobond, BANTLEON

EZB absorbiert zwar gesamte Neuverschuldung, nicht jedoch sämtliche Neuemissionen

Die EZB dürfte also im laufenden Jahr rechnerisch die gesamte Neuverschuldung der Euroländer absorbieren. Im Endeffekt wird sie aber nicht sämtliche neu emittierten Staatsanleihen und Geldmarktpapiere

kaufen. Das liegt unter anderem daran, dass die Anleihenkäufe auch Quasi-Staatsanleihen – sprich Emissionen mit expliziter oder impliziter Staatsgarantie – umfassen. Im Fall Deutschlands sind das beispielsweise Anleihen der Bundesländer oder der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW). Der Anteil dieser Bonds am Universum, innerhalb dessen die EZB im Rahmen ihrer Programme Anleihen kauft, schwankt stark von Land zu Land: In Deutschland beträgt er fast 30%, in Italien und Portugal liegt er hingegen bei unter 1% (vgl. Abbildung 3).

Abb. 3: Quasi-Staatsanleihen machen in Deutschland einen grossen Teil der Staatsemissionen aus



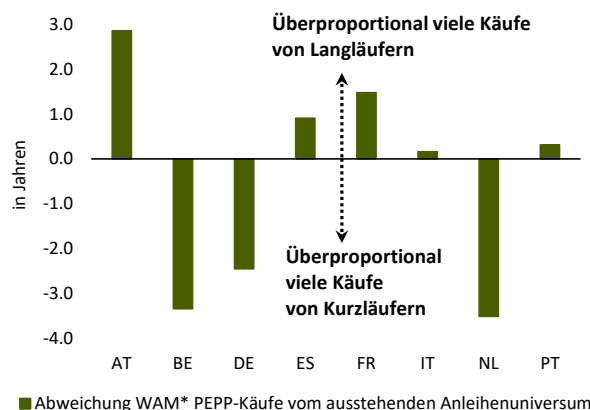
Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Zudem führt die EZB die Wertpapierkäufe nicht lauffzeitkongruent durch. Das geht aus der gewichteten durchschnittlichen Restlaufzeit hervor (Weighted Average Maturity, WAM), welche die EZB regelmässig für die von ihr im Rahmen des PEPP gekauften Anleihen veröffentlicht. Demzufolge betrug zum Beispiel die WAM des deutschen Anleihenuniversums, das im Zeitraum März 2020 bis Januar 2021 den PEPP-Kriterien entsprach, etwa 6,5 Jahre. Die von der EZB erworbenen Anleihen hatten jedoch nur eine WAM von 4,2 Jahren. Die Notenbank hat also überproportional viele Staatsanleihen mit sehr kurzer Restlaufzeit gekauft. Wir schätzen, dass mehr als 40% der Anleihen eine Restlaufzeit von weniger als zwei Jahren hatten, obwohl diese Bonds nur 20% der ausstehenden deutschen Staatsanleihen ausmachen. Ein starkes Übergewicht bei Kurzläufnern ergibt sich auch für die Niederlande und Belgien.

Genau umgekehrt verhält es sich dagegen im Fall Österreichs, Frankreichs und Spaniens. Hier liegt die WAM der von der EZB gekauften Staatsanleihen teils erheblich über dem Wert, der sich für das zur Verfügung stehende Anleihenuniversum ergibt. Es wurden mithin überproportional viele Wertpapiere mit

langer Restlaufzeit gekauft. Für Italien und Portugal ergibt sich schliesslich eine WAM, die nahezu derjenigen des verfügbaren Anleihenuniversums entspricht (vgl. Abbildung 4).

Abb. 4: EZB kauft überproportional viele Bundesanleihen mit sehr kurzer Restlaufzeit



Quellen: EZB, BANTLEON; * Weighted Average Maturity

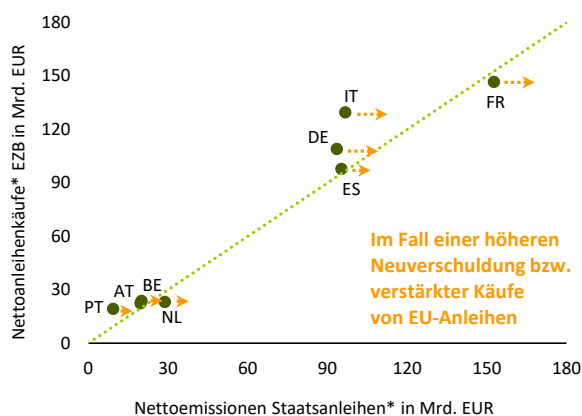
2021 dürfte das Volumen verfügbarer italienischer Langläufer sinken

In diesem Jahr sollte sich die EZB bei ihren Anleihenkäufen weiterhin am Kapitalschlüssel orientieren. Unterstellt man zudem, dass Quasi-Staatsanleihen weiterhin dem bisherigen Anteil entsprechend gekauft werden und die Abweichung der WAM vom jeweils verfügbaren Anleihenuniversum beibehalten wird, lässt sich prognostizieren, wie viele Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von mehr als zwei Jahren die EZB im laufenden Jahr erwerben wird. Unseren Berechnungen zufolge werden diese Käufe im Fall Portugals, Deutschlands und Italiens das Angebot an Neuemissionen übertreffen, wobei die Differenz nur mit Blick auf Italien wirklich bedeutsam ist. Für Spanien, Belgien und Österreich erwarten wir ein in etwa ausgeglichenes Verhältnis von Käufen und Neuemissionen. Die französischen und niederländischen Neuemissionen lang laufender Staatsanleihen dürften rechnerisch dagegen nicht gänzlich von der EZB absorbiert werden (vgl. Abbildung 5).

Sollte die Neuverschuldung in den Euroländern stärker steigen als bisher unterstellt, würden die Anleihenkäufe der Notenbank das Neuemissionsvolumen in weiteren Ländern unterschreiten (vgl. Abbildung 5). Gleiches gilt, wenn die EZB den Anteil der Käufe von EU-Anleihen zulasten der Käufe von

Staatsanleihen erhöht¹. Dies könnte insbesondere im 2. Halbjahr der Fall sein, wenn die EU beginnt, die ersten Mittel aus dem Wiederaufbaufonds Next Generation EU an die Mitgliedsländer zu verteilen. Die bis zu 70 Mrd. EUR an Zuschüssen und Krediten wird die EU über die Emission von Anleihen finanzieren.

Abb. 5: 2021 dürften italienische Langläufer über-, französische dagegen unterkauft werden



Quellen: EZB, BANTLEON;

* mit einer (Rest-)Laufzeit von mindestens zwei Jahren

Fazit

Die EZB könnte wie schon 2020 auch in diesem Jahr rechnerisch quasi die gesamte Neuverschuldung der Euroländer aufkaufen. Das Volumen der frei am Kapitalmarkt handelbaren Staatspapiere wird somit trotz der enormen Schuldenaufnahme in etwa stagnieren. Der seit Anfang des Jahres zu verzeichnende Renditeaufwärtstrend, der einerseits auf Hoffnungen eines baldigen Pandemieendes und andererseits auf die spürbar gestiegenen Inflationserwartungen zurückzuführen ist, sollte sich ungeachtet dessen fortsetzen, wird jedoch im Ausmass gedämpft. Das gilt insbesondere für das 2. Quartal, in dem sich die EZB mit höheren Nettokäufen gegen den Aufwärtssog der steigenden US-Renditen stemmen will.

Rechtlicher Hinweis

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.

¹ Die Anleihenkaufprogramme ermöglichen statt des Kaufs von Staatsanleihen den Kauf von Bonds supranationaler Einrichtungen wie der EU, des ESM und der EIB.

Da die Käufe im Rahmen des PSPP und des PEPP auch Quasi-Staatsanleihen umfassen und im Fall der meisten Euroländer nicht laufzeitenkongruent erfolgen, wird die EZB-Nachfrage das Angebot an Neuemissionen in den Euroländern teils über- und teils unterschreiten. Hiervon wird unserer Einschätzung nach in erster Linie das lange Ende italienischer Staatsanleihen profitieren. Relativ gesehen am ungünstigsten stellt sich die Situation für französische Langläufer dar, da die EZB weniger von diesen Papieren kaufen dürfte, als neu auf den Markt kommen.

Anders als von einigen Beobachtern erwartet, erwirbt die EZB in diesem Jahr mithin nicht erheblich mehr lang laufende Staatsanleihen, als die Euroländer neu emittieren. Das Argument, die Rendite am langen Ende könne aus diesem Grund gar nicht steigen, teilen wir daher nicht. Entsprechend halten wir an unserer Prognose eines moderaten Renditeanstiegs lang laufender Euro-Staatsanleihen fest, wobei sich der Anstieg im 2. Halbjahr etwas verstärken sollte. Dann dürften die Anleihenkäufe im Zuge der erwarteten kräftigen Konjunkturbelebung sowie weiter steigender Inflationen spürbar zurückgefahren werden.

Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen sehen wir Ende dieses Jahres bei +0,10%, Mitte 2022 bei +0,40%. Beim Spread von Peripheriestaatsanleihen – das gilt insbesondere für Italien – gegenüber deutschen Bundesanleihen sehen wir weiteres Einengungspotenzial. Der Renditeaufschlag 10-jähriger italienischer Staatspapiere dürfte im Lauf der nächsten Quartale von derzeit 100 Bp in Richtung 60 bis 70 Bp sinken.