

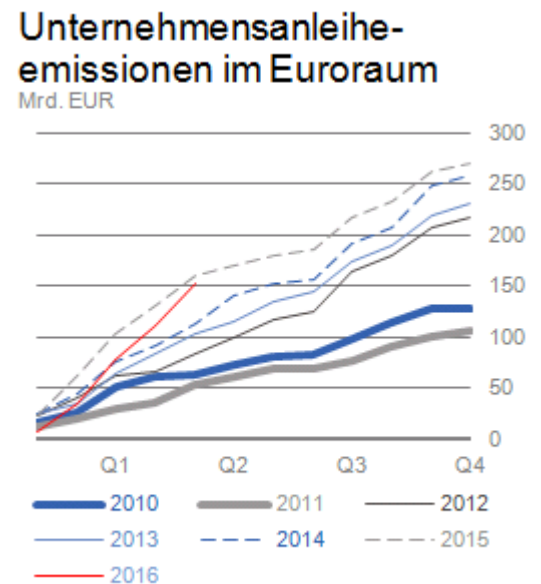
Aktueller Kommentar

EZB-Kaufprogramm für Unternehmensanleihen: Weitere Verzerrungen

23. Juni 2016

Seit der Ankündigung der EZB, Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating in ihr Programm zum Ankauf von Wertpapieren aufzunehmen (CSPP), hat das Emissionsvolumen von Unternehmensanleihen im Euroraum deutlich zugenommen. Ungeachtet der Vorteile für die Emittenten dürfte der Nutzen für die Realwirtschaft jedoch ziemlich begrenzt sein. Der Mehrwert für kleine und mittelständische Unternehmen ist schwer zu erkennen, und die zusätzlichen Mittel werden wahrscheinlich anstatt für Neuinvestitionen primär für die Refinanzierung bestehender Schulden sowie für Aktienrückkäufe verwendet werden. Zudem könnten die möglichen Nebenwirkungen des Kaufprogramms, wie z.B. Ineffizienzen in der Bepreisung von Risiken und eine Verschlechterung der Liquidität, zu weiteren Verzerrungen an den Anleihemärkten führen.

Die Emission von Unternehmensanleihen im Euroraum hat zuletzt viel Aufmerksamkeit bekommen. Nach einem ruhigen Jahresbeginn gewann die Emissionstätigkeit in den letzten Monaten erheblich an Fahrt. Allein im März nahmen nichtfinanzielle Unternehmen mit Investment-Grade-Rating (IG) über neue Anleihen EUR 44 Mrd. auf, wodurch sich das gesamte Emissionsvolumen im 1. Quartal auf nahezu EUR 80 Mrd. erhöhte. Seit Jahresbeginn bis Ende Mai 2016 belief sich das Emissionsvolumen auf EUR 153 Mrd., wobei März bis Mai der zweitstärkste Dreimonatszeitraum aller Zeiten war. Die extrem niedrigen Fremdkapitalkosten machen es für zahlreiche Unternehmen in Europa sehr attraktiv, Anleihen zu begeben. Auch Unternehmen aus den USA profitieren von diesen günstigen Bedingungen; ihr Anteil an den Anleiheemissionen an den europäischen Märkten belief sich im bisherigen Jahresverlauf auf 30%. Zwar bringt der Anstieg der Anleiheemissionen für die Emittenten viele Vorteile mit sich; ob dies jedoch auch der Volkswirtschaft insgesamt zugutekommt oder stattdessen erhebliche Risiken in diesem Marktsegment erzeugt, erfordert eine genauere Analyse.



Quellen: Dealogic, Deutsche Bank Research

Die jüngste deutliche Belebung der Emissionstätigkeit bei Unternehmensanleihen fällt mit der Ankündigung der EZB zusammen, Unternehmensanleihen in ihr Programm zum Ankauf von Wertpapieren aufzunehmen. Die EZB strebt eine Ausweitung ihrer monatlichen Anleiheinvestitionen auf EUR 80 Mrd. an, wovon rund EUR 5 Mrd. auf IG-Unternehmensanleihen entfallen dürften. Sie tätigt diese Käufe sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt und kauft bis zu 70% einer einzelnen Emission auf. Allerdings sind die Kriterien für eine mögliche Aufnahme in das Kaufprogramm nicht allzu streng; ein IG-Rating bei einer der drei großen Rating-Agenturen reicht bereits aus. So ist zum Beispiel eines der größten Telekomunternehmen in Europa, das von zwei der drei großen Agenturen schlechter als Investment-Grade eingestuft wird, ebenfalls für das Programm zugelassen.

Welche Unternehmen profitieren vom Anleihekaufprogramm der EZB? Eine Analyse der Emissionstätigkeit zwischen März und Mai zeigt, dass die Hälfte des gesamten Emissionsvolumens auf nur 17 Unternehmen entfällt. Die meisten Emittenten sind große multinationale Konzerne – im Median haben sie durchschnittlich ca. 80.000 Mitarbeiter und kommen auf einen Umsatz in Höhe von ca. EUR 23 Mrd. Die Anleihen wurden also hauptsächlich von einer kleinen Anzahl sehr großer Firmen begeben – im Gegensatz dazu dürften kleinere Unternehmen kaum direkt von der positiven Entwicklung am Anleihemarkt profitieren können. Zwar hofft die EZB, dass es positive Zweitrundeneffekte für die kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) geben wird, etwa dass große Unternehmen, die Anleihen emittieren, nicht mit Mittelständlern um Bankkredite konkurrieren. Letzteres dürfte aber ohnehin nicht

der Fall gewesen sein, und es ist nicht klar, ob diese Vorteile überhaupt eintreten werden. Letztendlich geben laut der jüngsten EZB-Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln nur 10% der KMU an, die Finanzierung sei ihr wichtigstes einzelnes Problem, während knapp einem Drittel der Befragten die schwache Nachfrage der Kunden die größten Sorgen macht. Insgesamt sind es primär die dürrtigen konjunkturellen Aussichten, die die europäischen KMU belasten, und weniger ein schwieriger Zugang zu Finanzmitteln.

An dieser Stelle ist es wichtig, die Motive für die Emission von Unternehmensanleihen näher zu beleuchten, um einschätzen zu können, ob z.B. andere Finanzierungskanäle nicht mehr zur Verfügung stehen oder die Mittel tatsächlich für zusätzliche Investitionen genutzt werden. Zu ersterem finden sich Informationen im Bank Lending Survey der EZB; gemäß dieser Umfrage haben sich die Konditionen bei der Vergabe von Bankkrediten an Großunternehmen in den letzten Quartalen, d.h. noch vor der Ankündigung des CSPP durch die EZB, erheblich verbessert. Das bedeutet jedoch, dass es für diese Unternehmen, die üblicherweise auch den Anleihemarkt anzapfen können, im Großen und Ganzen genauso möglich war, sich über Bankkredite zu finanzieren. Die Hälfte der Emittenten zwischen März und Mai hat außerdem angegeben, dass der Grund für ihren Gang an den Anleihemarkt die Refinanzierung bestehender Schulden sei, und einige haben sogar Aktienrückkäufe angekündigt, d.h. sie nutzen die Emissionserlöse zur Veränderung ihrer Kapitalstruktur. Vor diesem Hintergrund dürfte das CSPP kaum zur Belebung der Realwirtschaft beitragen.

Im Gegenteil könnte das Ankaufprogramm aufgrund der potenziellen Nebenwirkungen einer immer lockeren Geldpolitik kontraproduktiv sein. Negative Zinssätze der Notenbank und die enorme Liquidität, die in die Finanzmärkte gepumpt wird, sorgen auf allen Bonitätsniveaus für weiter sinkende Anleiherenditen, die mittlerweile auf Rekordtiefständen liegen. So sind zum Beispiel die Benchmarkindizes für europäische IG- und Hochzinsanleihen seit der Ankündigung des EZB-Programms am 10. März um 34 Bp. auf 0,75% bzw. um 109 Bp. auf 4,53% gefallen. In einem Umfeld, in dem insbesondere die Risiken von Hochzinsanleihen nicht mehr durch höhere Ausfallprämien aufgewogen werden, funktionieren jedoch die grundlegenden Bewertungsprinzipien für Vermögenswerte nicht mehr. Zudem dürfte die Liquidität am Anleihemarkt, die sich in den letzten beiden Jahren bereits verschlechtert hat, noch mehr unter dem Markteintritt eines einzelnen großen Käufers leiden. Tatsächlich hat die Illiquidität des Anleihemarkts, gemessen an den Bid-Ask-Spreads, seit der Ankündigung des EZB-Programms um ca. 15% zugenommen. Dies spiegelt wahrscheinlich steigende Ineffizienzen im Preisfindungsmechanismus wider. Die Suche nach rentablen Anlagemöglichkeiten führt zu einer erhöhten Risikobereitschaft unter Investoren und einer verzerrten Preisfindung in einem weiteren Segment des Anleihemarkts, was die wachsenden negativen Nebenwirkungen der Geldpolitik der EZB noch verstärkt.

Original in Englisch: 14. Juni 2016

Siehe „Die EZB muss Kurs ändern“ für weitere Informationen zum Thema.

Autoren:

Orcun Kaya (+49) 69 910-31732

Johannes Petry

mehr zum Research-Bereich **Banken, Finanzmärkte und Regulierung**
Aktuelle Kommentare - Archiv

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informations-zwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bank-geschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstlei-stungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Ex-change, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.