MainSky

Nicht genug Bundesanleihen: Die EZB hat bald ein Problem

Die EZB will im Rahmen ihres QE-Programmes bis mindestens März 2017 monatlich für ca. 80 Mrd. EUR Wertpapiere kaufen. Der Schwerpunkt liegt dabei auf Staatsanleihen der Mitgliedsländer der Währungsunion, wobei zusätzlich Pfandbriefen, ABS und Corporate Bonds erworben werden. Erstere werden im Sekundärmarkt im Verhältnis der jeweiligen Anteile am Kapitalschlüssel der EZB gekauft. Die Anleihen müssen eine Mindestrendite in Höhe des Einlagensatzes von z.Zt. -0,4% haben und eine Laufzeit von mindestens 2 bis 30 Jahren aufweisen. Pro Emission dürfen höchstens 33% des Volumens erworben werden.

Für Deutschland bedeutet dies, dass 25,7% der gekauften Staatsanleihen Bundesanleihen (Bunds) sein sollten. Alternativ können von der EZB Bonds von staatlichen Institutionen gekauft werden. Dem kommt insbesondere dann Relevanz zu, wenn nicht ausreichend Staatsanleihen zur Verfügung stehen. In Deutschland sind diese Anleihen der KfW, LBBW, Rentenbank und NRW Bank (auch ‚Agencies' genannt).

Bis zum 22. Juli 2016 wurden im Rahmen des QE-Programmes Staatsanleihen inkl. Agencies für insgesamt 928,4 Mrd. EUR (nominal) gekauft. Davon sollten 252,5 Mrd. EUR auf Deutschland entfallen sein. Wir schätzen, dass dabei ca. 200 Mrd. EUR Bundesanleihen erworben wurden.

Für den weiteren Verlauf der EZB-Käufe in 2016 ergibt sich für den Bundesanleihen-Markt beim derzeitigen Zinskurve sowie dem gegebenen Emissionskalender folgende Rechnung (bis Ende Dez. 2016, in Mrd. EUR):

Rendite über -0,4%, z.Zt. Laufzeiten ab Feb. 24			329
Davon 33% kaufbar			109
Annahme: Davon bereits gekauft			80
Restverbleib ankaufbares Volumen			**29**

Neuemission ankaufbare Bunds, Buxl, Linker			25
Davon 33% ankaufbar			**8**
Insgesamt ankaufbares Volumen bis Dez. (29+8)			**37**
Erfordernis nach Kaufprogramm bis Dez.			50
Fehlbetrag bis Ende 2016			**13**

Im Laufe des Novembers wird die EZB somit (bei unveränderter Zinskurve und unveränderten Kaufbedingungen) alle kaufbaren Titel im Bund-Markt angekauft haben. Bis zum Ende des Jahres ergäbe sich ein Fehlbetrag von ca. 13 Mrd. EUR. Unklar ist damit auch, wie das Programm unter diesen Bedingungen bis März 2017 fortgesetzt werden kann. Nur unter den Annahme, dass unsere Schätzung der bereits gekauften Bonds zu hoch ist oder ein Anstieg des Zinsniveaus mehr Bonds ankauffähig werden läßt, könnte die EZB den März 2017 mit dem derzeitigen Regelwerk erreichen. Ein gewisser Speilraum entstünde auch, wenn die EZB die Ankäufe von Agency-Bonds intensiviert.

Sollte die EZB allerdings beabsichtigen, das Kaufprogramm über März 2017 auszudehnen, wäre dies mit der derzeitigen Regelung definitiv nicht möglich.

Laut EZB-Beschluss „sollen … die Ankäufe … in jedem Fall so lange erfolgen, bis die Notenbank eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, welche im Einklang mit dem Ziel einer ‚mittelfristigen Inflationsrate von unter, aber nahe 2%‘ steht“.

Im Juni hatte die EZB ihre Inflationsprognose für 2018 auf 1,5% gesenkt. Vor dem Hintergrund der derzeitigen Rahmenbedingungen ist nicht zu erwarten, dass die EZB diesen September ihre Inflationsprogose wird erhöhen können. Somit entsteht eine implizite Verpflichtung der EZB zur Verlängerung des Kaufprogramms über März 2017 hinaus. Auch eine Reduktion des Volumens (tapering) ist wegen seiner negativen Wirkung auf den Markt keine Alternative.

Als Ergebnis kann somit festgehalten werden, dass die EZB die Kaufbedingungen für ihr QE-Programm spätestens im Dezember wird lockern müssen. Am wahrscheinlichsten ist u.E., dass sie den Kapitalschlüssel als Richtlinie zugunsten der ausstehenden Volumina aufgeben wird. Dies würde insbesondere Italien und Frankreich stark begünstigen und zu einer spürbaren Kompression des Spreads

zwischen italienischen BTPs bzw. französischen OATs ggü. Bunds führen. Eine Erhöhung des 33%-Limits oder eine Aufgabe der Mindestrenditevorgabe ist ebenfalls denkabar. In diesem Fall würde der Nachfragedruck auf Bunds allerdings kaum nachlassen.

——————————–

MainSky AG
Reuterweg 49
D-60323 Frankfurt am Main

Telefon: 069 – 150 49 680-0
Telefax: 069 – 150 49 680-29
E-Mail: info@mainsky.de