



Aktueller Kommentar

Hochzinsanleihen in Zeiten monetärer Normalisierung: Weniger Tempo, mehr Grip

12. Juli 2013

Die jüngsten Äußerungen der US-Zentralbank dürfen den Anfang vom Ende der monetären Expansion in den USA eingeläutet haben. Auf Basis unserer bisherigen Forschungsarbeiten diskutiert dieser Beitrag mögliche Implikationen für das Segment der hochverzinslichen Unternehmensanleihen. Die Normalisierung der Geldpolitik sollte sich dämpfend auf das Emissionsvolumen auswirken. Gleichzeitig ist aber auch eine stärker investitionsorientierte Verwendung der aufgenommenen Mittel zu erwarten.

Kreditmärkte waren bis zuletzt in einer außergewöhnlichen Situation: Die schwache Wirtschaft in den USA und Europa veranlasste die Zentralbanken, reichlich Liquidität in den Markt zu pumpen – mit konventionellen und unkonventionellen Methoden. Die Renditen sicherer Staatsanleihen waren auf einen historischen Tiefstand gesunken.

In jüngster Zeit hat aber die wirtschaftliche Erholung langsam an Fahrt gewonnen. Die Wirtschaftsleistung in den USA hat inzwischen das Vorkrisenniveau übertroffen und Europas Wirtschaft wird im zweiten Halbjahr 2013 wahrscheinlich wieder zu positiven Wachstumsraten zurückkehren. Dieser Trend begünstigt einen optimistischeren Ausblick der Investoren und wachsenden Risikoappetit. Darüber hinaus haben die wichtigsten Zentralbanken sehr deutlich gemacht, dass sie sehr entschlossen gegen einen Rückfall in die Krise vorgehen würden – mit unkonventionellen Maßnahmen, falls nötig.

Niedrige Zinsen für Staatsanleihen bei wachsendem Risikoappetit haben die Investoren ermuntert, sich nach anderen Anlagen mit höheren Renditen umzusehen. Gerade Unternehmensanleihen haben sich zum bevorzugten Anlageziel entwickelt (Kaya und Meyer, 2013a, 2013b). Besonderes Interesse gilt hochverzinslichen Produkten: Das Emissionsvolumen von hochverzinslichen Anleihen (sog. High-Yield-Bonds), das sind Anleihen mit einem Rating unterhalb von Investment-Grade, hat im ersten Halbjahr 2013 fast USD 280 Mrd. erreicht – getragen insbesondere von einer lebhaften Entwicklung in den USA. Damit wurden Vorkrisenniveaus deutlich übertroffen.

Neuer geldpolitischer Kurs in den USA erschüttert Finanzmärkte

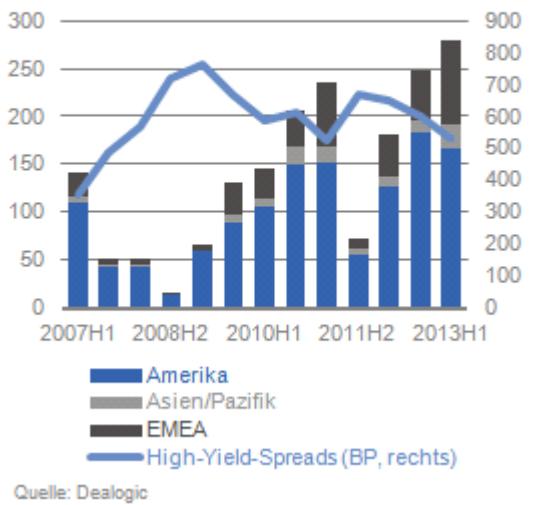
Der jüngsten Ankündigungen der US-Zentralbank (Federal Reserve), die Anleihekäufe zukünftig zu reduzieren und schließlich zu stoppen (tapering), haben die Finanzmärkte erschüttert. Die Renditeaufschläge hochverzinslicher Anleihen (High-Yield-Spreads) sind wieder gewachsen und viele Emissionen von Unternehmensanleihen wurden zunächst zurückgestellt, bis sich die Marktteilnehmer auf den neuen geldpolitischen Kurs eingestellt haben.

Dies scheint ein guter Anlass zu sein, um an unsere früheren Forschungsarbeiten anzuknüpfen und speziell den Einfluss monetärer Faktoren zu beleuchten. Insgesamt haben wir drei wesentliche Treiber für das Emissionsvolumen von hochverzinslichen Anleihen identifizieren können. Statistisch gesehen, erklären diese Treiber 74% der vierteljährlichen Veränderung im Emissionsvolumen. Die folgenden Treiber gehen einher mit einer stärkeren Emissions-Aktivität:

- * Fallende High-Yield-Spreads – Steigende Nachfrage seitens der Investoren reduziert die Kreditkosten

Boom bei Hochzinsanleihen

Emissionsvolumen von hochverzinslichen Anleihen, pro Halbjahr, USD Mrd.





- Strenge Kreditaufslagen der Banken – Kreditnehmer weichen alternativ auf den Anleihemarkt aus (vgl. Schildbach, 2013)
- Expansive Geldpolitik – das Angebot an Liquidität steigt

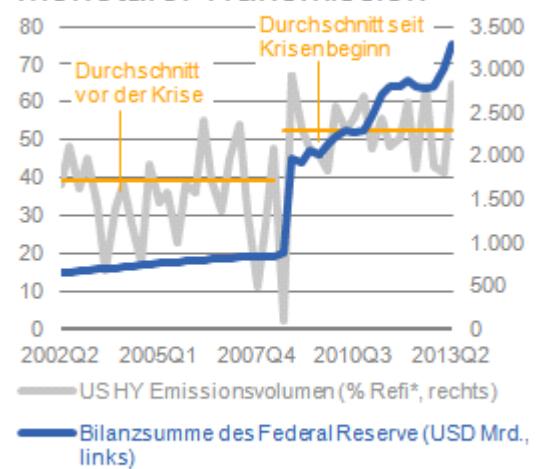
Aus aktuellem Anlass ist besonders der Einfluss unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen (z.B. Quantitative Easing, QE) interessant. Diese Maßnahmen lassen sich beispielsweise an der Größe der Zentralbankbilanz ablesen. Empirische Analysen deuten darauf hin, dass die Bilanzsumme des Federal Reserve einen erheblichen positiven Einfluss auf das Emissionsvolumen von hochverzinslichen Anleihen hat. Gemäß der hier verwendeten Spezifikationen der Modelle ist zudem die Bilanzsumme statistisch aussagekräftiger als die Wachstumsrate der Bilanz.

Der Kontext ist aber entscheidend. QE ist eine Art Notfallmaßnahme in Zeiten, in denen konventionelle Methoden an ihre Grenzen stoßen oder der monetäre Transmissionsmechanismus, also die Umsetzung geldpolitischer Impulse in reale ökonomische Aktivität, beschädigt ist.

Daraus folgt, dass QE zwar einen Emissionsboom fördern kann, aber gleichzeitig mit einem Wandel bei der Nutzung der daraus erzielten Mittel einhergehen kann. Nach Zahlen von Dealogic wurden vor der Finanzkrise (d.h. vor dem Zusammenbruch von Lehman Brothers) im Schnitt 40% der Emissionserlöse zur Refinanzierung oder zur Rückzahlung alter Schulden genutzt. Seit Ausbruch der Krise und einhergehend mit dem Start der Anleihekäufe durch die US-Zentralbank, ist der Anteil der Emissionserlöse, die für Refinanzierungen eingesetzt werden, auf 53% gestiegen. Mit anderen Worten: Die Unternehmen nutzen einen geringen Teil der neu aufgenommen Mittel für Geschäftsausgaben oder um Zukäufe durchzuführen. Die Übertragung des Geldangebots in neue Investitionen ist also schwächer als zuvor, wodurch der gesamtwirtschaftliche Erfolg von QE verwässert wird.

Freilich sind die vierteljährlichen Zeitreihen recht volatil und erlauben daher unterschiedliche Interpretationen. Gleichwohl ist der Sprung während der Finanzkrise statistisch signifikant und robust gegenüber einer erheblichen Variation der Volatilität in den Perioden vor und nach dem Ausbruch der Krise. Außerdem identifizieren ökonometrische Modelle, die für andere potentielle Einflussfaktoren kontrollieren, regelmäßig die Summe der Zentralbankbilanz als ökonomisch und statistisch signifikanten Treiber.

QE geht einher mit schwacher monetärer Transmission



*Anteil der Emissionserlöse, die zur Refinanzierung oder Rückzahlung alter Schulden genutzt werden

Quellen: DB Research, Dealogic, Federal Reserve

Geldpolitische Normalisierung: Geringere Emissionsvolumen, aber stärkere ökonomische Wirkung

Angesichts der oben beschriebenen empirischen Muster dürfte der neue geldpolitische Kurs mit einer gewissen Umkehr der bisherigen Dynamiken einhergehen. Dabei gilt es aber zu beachten, dass unsere Erfahrungen sich aus Phasen ableiten, in denen die US-Zentralbankbilanz stets gewachsen ist. Der graduelle Ausstieg aus QE ist also Neuland – zumindest empirisch gesehen.

Zwei Effekte sind aber wahrscheinlich. Erstens sollte eine graduelle Normalisierung der Geldpolitik einen mäßigenden Einfluss auf das Emissionsvolumen von Hochzinsanleihen ausüben, weil das Liquiditätsangebot zurückgeht und die Opportunitätskosten des Kapitals steigen. Zweitens dürfte das Refinanzierungsmotiv an Attraktivität verlieren. Der Anteil der Emissionserlöse, die für Geschäftsausgaben, Erweiterungsinvestitionen oder Akquisitionen verwendet werden dürfte also steigen. Der Markt für hochverzinsliche Anleihen dürfte also etwas an Schwung verlieren, aber gleichzeitig größere realwirtschaftliche Wirkung entfalten.

Den Zentralbanken stellt sich nun die Herausforderung, einen geldpolitischen Kurs einzuschlagen, der im Einklang steht mit dem gesamtwirtschaftlichen Ausblick. Risikosensitive Vermögenswerte wie Aktien oder Hochzinsanleihen sollten von einer weiteren wirtschaftlichen Erholung profitieren. Dieser Effekt dürfte auch den negativen Impuls durch das geringere Liquiditätsangebot mehr als ausgleichen. Allerdings besteht die Gefahr, dass die Zentralbanken die Erholung abwürgen, falls sie zu aggressiv vorgehen.



Literatur

Kaya, Orcun und Thomas Meyer (2013a). Unternehmensanleihen in Europa: Wo stehen wir und wohin geht die Reise? EU Monitor. Globale Finanzmärkte

Kaya, Orcun und Thomas Meyer (2013b). Unternehmensanleihen: Wenig Unterstützung für Europas Peripherie. Aktueller Kommentar. 17. April 2013.

Schildbach, Jan (2013). Unternehmensfinanzierung in Europa: Anleihen als Ersatz für Kredite? Aktuelle Grafik. 11. Juni 2013.

Die Aktuellen Kommentare im Audio-Format finden Sie [hier...](#)

...mehr zum Research-Bereich **Banken, Finanzmärkte und Regulierung**

...mehr zum Research-Bereich **Emerging Markets/Länderrisiko**

Orcun Kaya (+49) 69 910-31732

Thomas Meyer (+49) 69 910-46830

Aktuelle Kommentare - Archiv

© Copyright 2013. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsaussagen 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 Informationszwecken 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 der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority 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 Limited, Tokyo Branch, 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.