ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of
ZBW
Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Kern, Florian; Schneemelcher, Pola; Sigl-Glöckner, Philippa

Research Report

Bundeswertpapiere: Zollstock, Taschenmesser, Goldbarren. Der andere Blick auf die deutsche Staatsverschuldung

Fachtexte

Provided in Cooperation with:
Dezernat Zukunft - Institute for Macrofinance, Berlin

Suggested Citation: Kern, Florian; Schneemelcher, Pola; Sigl-Glöckner, Philippa (2021) : Bundeswertpapiere: Zollstock, Taschenmesser, Goldbarren. Der andere Blick auf die deutsche Staatsverschuldung, Fachtexte, Dezernat Zukunft e.V., Berlin

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/277888

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Bundeswertpapiere: Zollstock, Taschenmesser, Goldbarren

Der andere Blick auf die deutsche Staatsverschuldung

@ Florian Kern, Pola Schneemelcher, Philippa Sigl-Glöckner
pola.schneemelcher@dezernatzukunft.org

21.09.2021

Executive Summary

Die Verschuldung des Bundes geschieht überwiegend mittels der Ausgabe von Bundeswertpapieren, die in diesem Papier genauer betrachtet werden. Abschnitt 1 erläutert die unterschiedlichen Arten von Bundeswertpapieren und legt dar, warum Bundesanleihen als Benchmark eine Sonderrolle in der Eurozone einnehmen.

Doch wem schuldet der Staat eigentlich Geld? Der zweite Abschnitt des Papiers gibt einen Überblick über die Halterstruktur der Bundeswertpapiere und die Anlagemotive verschiedener Investorengruppen.

Abschnitt 3 beschäftigt sich mit einem besonderen Puzzle: Die Renditen deutscher Staatsanleihen liegen paradoxerweise unter den risikofreien Zinsen im Euroraum. Anhand dieses Beispiels werden die maßgeblichen Determinanten öffentlicher Refinanzierungskosten diskutiert. Das Papier schließt mit einem Überblick über die Renditeentwicklung verschiedener europäischer Staatsanleihen in den letzten Jahren.

#FINANZSEKTOR
#STAATSSCHULDEN

1. Überblick über den Bundmarkt 3
Arten und Volumen ausstehender Bundeswertpapiere 3
Benchmark in der Eurozone 5

2. Halterstruktur Bundeswertpapiere 7
Halter und Motive 7
Halterstruktur 9
Ankaufprogramme des Eurosystems 12

3. Determinanten der Rendite von Staatsanleihen und Rendite über die Zeit 14
Die Zinsstrukturkurve 14
Entwicklung der Rendite europäischer Staatsanleihen seit 2007 17
Entwicklung der Rendite europäischer Staatsanleihen seit Januar 2020 19

4. Die zentrale Rolle der Bundesanleihen für den internationalen Finanzmarkt 22

1. Überblick über den Bundmarkt

Arten und Volumen ausstehender Bundeswertpapiere

„Die Emission von Anleihen ist die wichtigste Form der Kreditaufnahme des Bundes."

Die Emission von Anleihen (im Fall Deutschlands Bundeswertpapieren) ist die wichtigste Form der Kreditaufnahme des Bundes.[1] Die Planung der Emissionen und das Schuldenmanagement wird von der Finanzagentur im Auftrag des Bundes durchgeführt.[2] Jedes Jahr wird etwa ein Sechstel der ausstehenden Anleihen fällig und durch Ausgabe neuer Anleihen refinanziert; vor der Pandemie waren das etwa 200 Milliarden Euro pro Jahr. Der Bund begibt derzeit Anleihen mit Laufzeiten zwischen 12 Monaten und 30 Jahren.[3] Durch die Ausgabe unterschiedlicher Laufzeiten spricht der Bund unterschiedliche Investorengruppen mit unterschiedlichen Zielen für die Laufzeit ihrer Kapitalanlage an und sichert sich eine breite Investorenbasis. Ende 2020 standen nach Daten der Finanzagentur Bundeswertpapiere im Volumen von 1,443 Billionen Euro aus.

Abbildung 1 zeigt die Aufteilung auf die unterschiedlichen Arten von Bundeswertpapieren. Bundeswertpapiere werden in zwei Gruppen unterteilt: Geldmarktinstrumente und Kapitalmarktinstrumente. Der Geldmarkt dient der kurzfristigen Bereitstellung beziehungsweise Aufnahme von Liquidität; an ihm werden Kreditinstrumente mit einer Laufzeit von einem Jahr oder weniger gehandelt. Der Bund hat am Geldmarkt etwa 100 Milliarden Euro unverzinsliche Schatzanweisungen mit einer Laufzeit von 12 Monaten ausstehen. Diese werden auch Bubills genannt. Bubills sind sogenannte Diskontpapiere. Das heißt, es wird kein Zins auf sie gezahlt. Ihre Rendite ergibt sich durch Abweichung von Ausgabepreis und Rückzahlung.

Bundeswertpapiere mit einer Laufzeit von über 12 Monaten gehören zu den Kapitalmarktinstrumenten. Am Kapitalmarkt werden Finanzinstrumente mit einer Laufzeit von über einem Jahr gehandelt. Er dient der langfristigen Bereitstellung (Aufnahme) von Kapital, zum Beispiel für Investitionen. Auf Bundeswertpapiere zahlt der Bund einen festen[4] Zinssatz, auch Kupon genannt. In der derzeitigen Niedrigzinsphase beträgt dieser jedoch häufig 0 Prozent.

---

1 Zur Funktionsweise einer Bundesanleihe siehe auch unseren Policy Brief *Was kosten unsere Schulden*?: https://dezernatzukunft.org/policy-brief-was-kosten-unsere-schulden/. Ein umfangreiches Glossar zu Begriffen rund um Bundesanleihen lässt sich auf der Homepage der Finanzagentur finden: https://www.deutsche-finanzagentur.de/de/private-anleger/wissen-verstehen/glossar/.

2 Die Bundesrepublik Deutschland – Finanzagentur GmbH (kurz „Finanzagentur") ist eine privatwirtschaftlich organisierte Gesellschaft, deren alleiniger Gesellschafter der Bund ist, vertreten durch das Bundesministerium der Finanzen. Bei der Finanzagentur wurde im Jahr 2000 das Schuldenmanagement zentralisiert, das vorher von Finanzministerium, Bundesbank und Bundesschuldenverwaltung gemeinsam durchgeführt wurde (Finanzagentur).

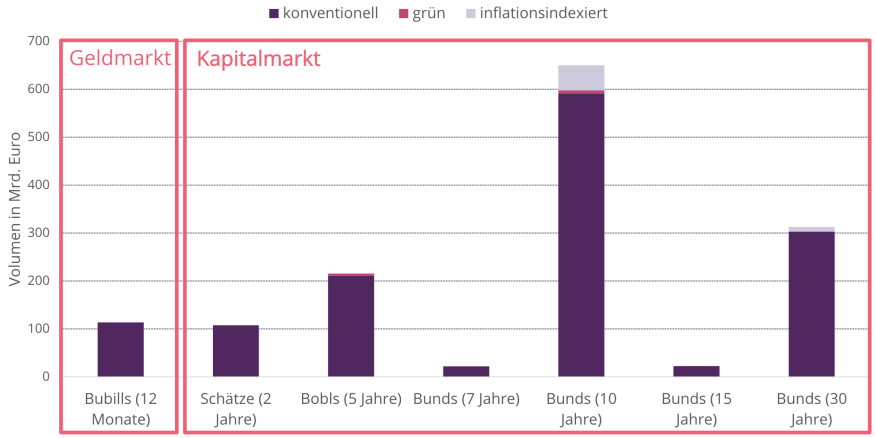
3 Die Anleihen der verschiedenen Laufzeitbereiche werden in regelmäßigen Abständen neu aufgelegt. Die Kapitalmarktinstrumente werden nach Erstemission in der Regel einige Male aufgestockt, sodass sie meist ein Volumen von 10 bis 20 Milliarden Euro erreichen. Dadurch wird eine ausreichende Liquidität der einzelnen Anleihen gewährleistet. Neuemission und die zugehörigen Aufstockungen haben die gleiche Cash-Flow-Struktur und sind am Sekundärmarkt nicht mehr zu unterscheiden, da sie unter der gleichen ISIN/Wertpapierkennnummer gehandelt werden.

4 **Floater** werden – im Gegensatz zu anderen europäischen Staaten – vom Bund nicht begeben. Floater sind variabel verzinste Wertpapiere, deren Zinszahlung an die Entwicklung eines Referenzzinses geknüpft ist.

„Der größte Anteil der ausstehenden Staatsanleihen entfällt auf Bunds."

Unter die Kapitalmarktinstrumente fallen zum Beispiel Bundesschatzanweisungen mit einer Laufzeit von 2 Jahren (Schätze), von denen sich circa 100 Milliarden Euro in Umlauf befinden. Deutlich mehr steht mit etwa 200 Milliarden Euro an Bundeswertpapieren mit einer Laufzeit von 5 Jahren, den Bundesobligationen oder kurz Bobls, aus. Der größte Anteil der ausstehenden Staatsanleihen entfällt jedoch auf Bunds, deutsche Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 und 30 Jahren – und seit vergangenem Jahr auch 7 und 15 Jahren. Zum Jahresende 2020 war ein Volumen von cir-

Volumen und Laufzeit (bei Emission) umlaufender Bundeswertpapiere



Dezernat Zukunft
Institut für Makrofinanzen

Abbildung 1: Volumen und Laufzeit (bei Emission) umlaufender Bundeswertpapiere; **Quelle:** Finanzagentur; Stand 31.12.20

ca 650 Milliarden Euro 10-jähriger beziehungsweise circa 300 Milliarden Euro 30-jähriger Bunds in Umlauf. 7- und 15-jährige Bunds wurden im Kontext der Corona-Pandemie erstmalig aufgelegt, ihr ausstehendes Volumen ist daher im Vergleich gering.

Neben den konventionellen Anleihen hat der Bund 2020 erstmals auch grüne Anleihen über 5 und 10 Jahre im Volumen von insgesamt 11,5 Milliarden Euro begeben. Die Mittel sind explizit für nachhaltige Investitionen im Bundeshaushalt vorgesehen. Investoren sollen durch ein detailliertes Reporting Allokation und Wirkung der grünen Ausgaben nachvollziehen können. Der Bund plant, in der nahen Zukunft auch grüne Anleihen mit anderen Laufzeiten zu emittieren.[5] Der Anteil grüner Bundeswertpapiere dürfte damit perspektivisch zunehmen.

Außerdem begibt Deutschland auch inflationsindexierte Wertpapiere. Ihre Kuponzahlungen sowie die Rückzahlung des Nennwertes der Anleihen enthalten einen Inflationsausgleich, sodass sich der Investor eine reale Rendite sichern kann. Die Volumina der inflationsgebundenen Anleihen sind generell geringer und der

5 So wurde – noch nicht in Abbildung 1 enthalten – am 11. Mai 2021 erstmals eine 30-jährige Bundesanleihe im Volumen von 6 Milliarden Euro begeben.

Anteil ist mit derzeit fünf umlaufenden inflationsindexierten Anleihen überschaubar (siehe Abbildung 1). Alle in Umlauf befindlichen Wertpapiere sind eurodenominiert, das heißt, sie lauten auf Euro.[6]

„Ziel des Schuldenmanagements der Finanzagentur ist die langfristige Sicherung möglichst geringer Zinskosten."

Die Darstellung in Abbildung 1 zeigt die Volumina der umlaufenden Wertpapiere zu einem bestimmten Stichtag. Ein anderes Bild ergibt sich, wenn man die Summe aller über die letzten 10 Jahre ausgegebenen Anleihen nach Laufzeit betrachtet, siehe Abbildung 2.[7] Der Bund gibt sehr viele kurzfristige Papiere aus, die Bedeutung von 10-jährigen und besonders 30-jährigen Bunds erscheint geringer.

Durch die regelmäßige Emission von kurzlaufenden Wertpapieren (sogenanntes Revolvieren) begibt der Bund mehr Volumen zu günstigeren Refinanzierungskosten (hierzu später mehr), was die Gesamtzinsbelastung reduziert. Der Bund entscheidet sich also aktiv und aus Gründen der Kostenoptimierung dafür, viele kurzlaufende Anleihen auszugeben. Hielte er einen Zinsanstieg für wahrscheinlich, könnte er seine Emissionsstrategie jederzeit anpassen und mehr Bunds mit

Geschätztes Refinanzierungsvolumen über 10 Jahre

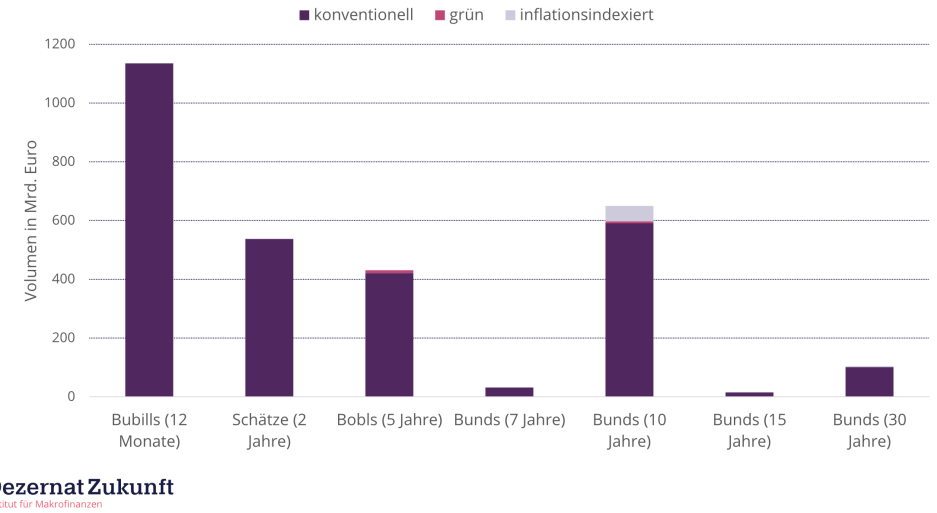


Abbildung 2: Geschätztes Refinanzierungsvolumen über 10 Jahre; **Quelle**: Finanzagentur; Stand 31.12.20

höherer Laufzeit und damit länger festgelegten Zinsen ausgeben. Sie bieten langfristige Finanzierungs- und Planungssicherheit und begrenzen das Risiko durch kurzfristig steigende Zinsen. Ziel des Schuldenmanagements der Finanzagentur ist die langfristige Sicherung möglichst geringer Zinskosten.

6 In der Vergangenheit hat die Bundesrepublik zwei **US-Dollar-Anleihen** mit einer Laufzeit von 5 und 3 Jahren und Volumen von 5 und 4 Milliarden US-Dollar emittiert. Diese sind jedoch 2010 und 2012 ausgelaufen und wurden nicht refinanziert. Da Einnahmen und Ausgaben des Bundes in Euro denominiert sind, unterliegen Fremdwährungsanleihen einem Wechselkursrisiko und müssen durch Währungsswaps abgesichert werden. Fremdwährungsanleihen dürften von der Bundesrepublik nur begeben werden, wenn sich ein spürbarer Refinanzierungsvorteil gegenüber Euroanleihen ergibt.

7 Wir nehmen dabei an, dass sich der Bund in den nächsten 10 Jahren proportional zu den ausstehenden Volumina Ende 2020 refinanziert, und berücksichtigen zur Vereinfachung keine Neuverschuldung. Eine 12-monatige Anleihe wird über die 10 Jahre also zehn Mal refinanziert, 2-jährige Anleihen fünf Mal, 5-jährige Anleihen zwei Mal und 10-jährige Bunds genau ein Mal. Ein Drittel der 30-jährigen Bunds wird in den 10 Jahren refinanziert.

Benchmark in der Eurozone

„Als „Benchmark" für einen bestimmten Währungsraum bezeichnet man eine möglichst risikolose Anleihe."

Bundeswertpapiere nehmen unter den europäischen Staatsanleihen eine Sonderrolle ein, da sie als *die* Benchmark in der Eurozone gelten. Als „Benchmark" für einen bestimmten Währungsraum bezeichnet man eine möglichst risikolose Anleihe. Anleihen im gleichen Währungsraum – sowohl des öffentlichen Sektors wie auch des Privatsektors – werden häufig auf Basis des *Spreads* (also ihrer Renditedifferenz) zu Benchmark-Anleihen gepreist.

Normalerweise gilt als Benchmark die staatliche Anleihe, die auf Ebene der Währungsgemeinschaft begeben wird, also zum Beispiel US-Treasuries für den Dollar-Währungsraum. Eine solche Anleihe ist ausfallsicher, da der Staat sie in der eigenen Währung bedient, die er selbst herstellt. Am ehesten entsprechen diesen in der Eurozone die Anleihen der EU. Diese sind jedoch in verhältnismäßig geringem Volumen vorhanden. Zudem sind die EU und die Eurozone nicht deckungsgleich. Es gibt also für die Eurozone kein zu US-Treasuries vergleichbares *Safe Asset*.[8]

Bundesanleihen sind aufgrund des Sonderstatus und ihrer großen Bekanntheit an den internationalen Finanzmärkten sehr liquide, also leicht zu kaufen oder verkaufen. 2020 wurde ein Volumen von 4,3 Billionen Euro von den wichtigen Banken der Eurozone gehandelt. Dies entspricht mehr als 17 Milliarden Euro pro Handelstag – und mehr als dem Dreifachen des damals ausstehenden Volumens.[9]

Wie intensiv mit Bunds gehandelt wird, sieht man nicht nur an den Anleihen selbst: Bund-Futures, Finanzkontrakte über den Kauf von Bundesanleihen zu einem bestimmten Preis an einem bestimmten Zeitpunkt in der Zukunft, sind ebenso hoch liquide Finanzinstrumente.[10] So sind an der Eurex Frankfurt, einer der weltweit größten Terminbörsen für Finanzderivate, Futures auf 2-, 5- und 10-jährige Bundeswertpapiere die am stärksten gehandelten Kontrakte. 85 Prozent der Anleihe-Future-Kontrakte werden dort mit Bundeswertpapieren als Basiswert gehandelt.[11] Laut Daten der Finanzagentur machten 2020 Terminkontrakte auf den Bund ein Volumen von 30 Billionen Euro aus, was etwa dem Siebenfachen des gehandelten Volumens „echter" Bunds entspricht. Dies lässt sich dadurch erklären, dass viele Finanzmarktteilnehmer nicht Bundesanleihen selbst benötigen, sondern lediglich auf steigende oder fallende Kurse von Bundesanleihen setzen wollen.

Trotz ihres hohen Handelsvolumens gelten Bunds zunehmend als knapp. So hat sich der *Freefloat*, also der Anteil an Bundeswertpapieren, der frei am Markt ver-

8 Die Anleihen des in diesem Jahr aufgelegten Wiederaufbaufonds (Next Generation EU) sind nur in einem verhältnismäßig geringen Volumen ausgegeben, was eine geringere Liquidität impliziert, und als Instrument zeitlich befristet, da die Anleihen bis 2058 vollständig zurückgezahlt werden sollen. Außerdem dürfen einige besonders konservative Investoren laut Anlagerichtlinien grundsätzlich nur Anleihen von Zentralstaaten erwerben, was den Wiederaufbaufonds ausschließt. Aus dem gleichen Grund zahlen auch die KfW und die Landwirtschaft liche Rentenbank einen Aufpreis gegenüber Bundesanleihen, trotz der vollständigen und nicht widerrufbaren Garantie des Bundes, die für ihre Anleihen gilt.

9 https://www.deutsche-finanzagentur.de/de/institutionelle-investoren/sekundaermarkt/.

10 Zur Bedeutung des Bund-Futures-Markts für die Liquidität von Bundeswertpapieren siehe auch: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1081.pdf.

11 Bundesbank Monatsbericht Juli 2018, S. 16.

fügbar ist und gehandelt wird, bedingt durch eine stetig sinkende Staatsverschuldung vor der Pandemie und die Ankaufprogramme des Eurosystems, also der Europäischen Zentralbank (EZB) und der nationalen Zentralbanken (siehe unten, „Ankaufprogramme des Eurosystems“, S. 12ff), in den letzten Jahren deutlich reduziert. Die Knappheit wurde von Marktteilnehmern vermehrt als problematisch angesehen, denn Bundesanleihen erfüllen für die Marktteilnehmer wichtige Funktionen. Die Daten der Finanzagentur zeigen auch, dass der **Handel mit Bundeswertpapieren in den letzten 10 Jahren deutlich zurückgegangen ist**. So wurden 2011 Bundesanleihen im Volumen von über 6 Billionen Euro gehandelt – dem mehr als Fünffachen des damals ausstehenden Volumens. Heute ist es nur noch knapp das Dreifache des ausstehenden Volumens.

2. Halterstruktur Bundeswertpapiere

Halter und Motive

Bundesanleihen werden von unterschiedlichen Marktteilnehmer gehalten. Folgende Sektoren halten Bundesanleihen in nennenswertem Umfang, wobei sich der Anteil jeweils deutlich unterscheidet:

- Zentralbanken außerhalb des Eurosystems
- Investmentfonds
- Versicherungen und Pensionsfonds
- Banken
- Eurosystem/Bundesbank
- Bund (Eigenbestand)

„Heute befinden sich so gut wie keine Bundesanleihen im Besitz von Privatanlegern.“

Es befinden sich heute so gut wie keine Bundesanleihen (<0,5 Prozent) im Besitz von Privatanlegern.

In der Regel kommen Bundesanleihen in Umlauf, indem Banken diese bei von der Finanzagentur durchgeführten Auktionen ersteigern. Erwirbt ein Anleger eine Anleihe wie in diesem Fall direkt vom Staat, kauft er am Primärmarkt. Banken ausgenommen kaufen die oben gelisteten Akteure Bundesanleihen am Sekundärmarkt, also von Banken oder anderen Finanzmarktakteuren. Zentralbanken dürfen in der Eurozone nicht am Primärmarkt, also direkt vom Staat, kaufen.[12] Wollen sie Staatsanleihen erwerben, müssen sie diese privaten Akteuren wie zum Beispiel Banken abkaufen.

Die Marktteilnehmer halten die Bundeswertpapiere jeweils aus unterschiedlichen Motiven:

Zentralbanken außerhalb des Eurogebiets können ihre Euro-Währungsreserven in Bundesanleihen sicher aufbewahren. Bundesanleihen gelten im Vergleich zu anderen europäischen Staatsanleihen als das sicherste Anlageinstrument hierfür und erfreuen sich daher großer Beliebtheit. Zentralbanken halten Euro-Währungsreserven aus mehreren Gründen: Bei Bedarf können die Zentralbanken am

12 Der unmittelbare Erwerb von Staatsanleihen ist nach Art. 123 AEUV verboten.

13 So kaufte die Schweizer Zentralbank allein 2020 Devisen im Volumen von 110 Milliarden Schweizer Franken, Geschäftsbericht 2020, S.50. Bunds dürften dabei einen relevanten Anteil der Euro-Währungsreserven ausmachen.

Devisenmarkt (dem Markt, an dem Währungen gehandelt werden) intervenieren und so ihre Währung stützen – und sind besser geschützt gegenüber Angriffen von Spekulanten und Hedgefonds. Umgekehrt gibt es auch Zentralbanken, die ihre Währungsreserven aufbauen, um den Aufwertungsdruck der eigenen Währung zu dämpfen, also zu verhindern, dass der Wert der eigenen Währung zu stark ansteigt (was die eigenen Exporte verteuert). Ein bekanntes Beispiel hierfür ist zum Beispiel die Schweizer Nationalbank (SNB).[13]

Für Finanzmarktakteure, die keinen Zugang zur Einlagefazilität der Zentralbank haben (kein Konto bei der Zentralbank unterhalten dürfen), also **Nichtbanken** wie Investmentfonds und Versicherungen, ist der Erwerb von Bundeswertpapieren die einzige Möglichkeit, in großem Umfang sicher zu sparen. Denn würden sie ihr Geld stattdessen langfristig auf Konten von Geschäftsbanken parken, wären bei der Insolvenz der Bank alle Einlagen, die über einen Betrag von 100.000 Euro hinausgehen, verloren.[14] Da eine Insolvenz Deutschlands praktisch ausgeschlossen ist und Bundeswertpapiere jederzeit gut verkauft werden können, ist die Anlage in Bunds für große Unternehmen also eine sicherere Alternative zum Sparbuch bei der Bank.

Da die Zahlungsstruktur von Staatsanleihen fixiert ist, können **Versicherungen und Pensionsfonds** feststehende künftige Zahlungsverpflichtungen durch Anleihen, die eine ähnliche Laufzeit haben wie die Zahlungsverpflichtungen, decken. Sie sind zudem häufig an strenge Anlagerichtlinien gebunden – dürfen also nur in risikoarme Anlageklassen investieren – und müssen für Staatsanleihen aus der Eurozone kein Eigenkapital vorhalten.[15]

Auch für **Investmentfonds** können Bundesanleihen ein attraktives Anlageinstrument sein; so zum Beispiel für Rentenfonds, die sich auf europäische Staatsanleihen fokussieren und sich an risikoaverse Anleger richten. Multi-Asset-Fonds (also Fonds, die in verschiedenen Anlageklassen anlegen) nehmen aufgrund von Korrelationen häufig sichere Bundesanleihen in das Portfolio mit auf: Fallen Aktienkurse im Rahmen sogenannter *Risk-Off*-Bewegungen, fliehen Investoren häufig in sichere Bundeswertpapiere, die in unruhigen Zeiten den sicheren Hafen (*Safe Haven*) bilden. Ein Teil der Verluste des Aktienportfolios kann so durch Kursgewinne der Anleihen ausgeglichen werden. Die negative Korrelation von Bundesanleihen mit riskanten Assets führt dazu, dass Bunds als Beimischung in einem Portfolio attraktiv sein können, da sie die risikobereinigte Rendite – gemessen als die sogenannte *Sharpe Ratio* – erhöhen.[16]

Banken halten – wenn auch nicht in sehr großem Umfang – ebenfalls Bundesanleihen. Sie treten am Sekundärmarkt als *Market Maker* auf, also als ein Akteur, der sowohl Bundesanleihen kauft als auch verkauft. Sie verdienen durch die Differenz zwischen Ankaufs- und Verkaufspreisen (*Bid-Ask-Spread*). Durch ihre Funktion als *Market Maker* halten Banken zwar nur wenige Anleihen, sind jedoch sehr häufig Kontrahenten in Wertpapiergeschäften und haben damit einen im Vergleich zu

14 Einlagen bis zu 100.000 Euro sind von der Einlagensicherung gedeckt. Einlagen über diesem Betrag können im Falle der Abwicklung einer Bank nach den Regelungen der BRRD (*Bank Recovery and Resolution Directive*) zur Verlusttragung herangezogen werden.

15 https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2016/fa_bj_1607_staatsanleihen.html

16 vgl.: Sharpe Ratio Definition (investopedia.com).

ihren niedrigen Beständen deutlich erhöhten Einfluss auf die Bepreisung von (Bundes-)Anleihen. Bundesanleihen haben auch für Banken ein Risikogewicht von 0 Prozent[17], jedoch müssen Banken aufgrund der für sie geltenden Verschuldungsobergrenze (*Leverage Ratio*), die in Relation zu ihrem Eigenkapital definiert ist, auch für nominell risikofreie Vermögenswerte Eigenkapital vorhalten. Außerdem können Banken Bundeswertpapiere zum Liquiditätsmanagement verwenden. Da sich für Bunds jederzeit ein Käufer findet, gehören sie zu den sogenannten erstklassigen liquiden Aktiva (*High Quality Liquid Assets, HQLA*) und tragen zur Erfüllung von regulatorischen Kennziffern wie der Mindestliquiditätsquote (*Liquidity Coverage Ratio, LCR*) bei. Sollten Banken kurzfristig Liquidität benötigen, können sie solche Wertpapiere temporär (zumeist über Nacht) in sogenannten Repos (*Repurchase Agreements*) am Interbankenmarkt oder bei der Zentralbank gegen Liquidität eintauschen.[18]

Seit März 2015 tritt zudem das **Eurosystem beziehungsweise die Bundesbank** am Sekundärmarkt als Käufer von Bundeswertpapieren auf (siehe unten, „Ankaufprogramme des Eurosystems", S. 12ff) und hält mittlerweile einen beträchtlichen Anteil. Ein relevanter Anteil der Bundeswertpapiere liegt zudem im **Eigenbestand des Bundes**. Dieser Anteil wird zur sogenannten Marktpflege[19] verwendet. Im Rahmen der Marktpflege treten sowohl Bundesbank als auch Finanzagentur als Käufer und Verkäufer am Sekundärmarkt auf und gewährleisten so eine gute Liquidität der Papiere, da Marktteilnehmer Bundeswertpapiere jederzeit verkaufen oder kaufen können.

Halterstruktur

Da Bundesanleihen bereits vor der Euro-Einführung als wichtigstes *Safe Asset* in Europa galten, wird traditionell ein großer Anteil von Bundesanleihen von Marktteilnehmern außerhalb von Deutschland und insbesondere außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehalten; allerdings hat es seit Beginn der Wertpapierankaufprogramme im März 2015 deutliche Veränderungen bei der Halterstruktur gegeben. Abbildung 3 zeigt den Anteil von Bundesanleihen, die im Inland, im Euroraum außerhalb von Deutschland sowie in Drittländern (Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets) gehalten werden für die Jahre 2013 und 2019.[20]

2013 waren nur etwas über 10 Prozent im Besitz von inländischen Investoren und fast 90 Prozent lagen im Ausland. Davon wurde der Großteil (etwa 70 Prozent des Gesamtvolumens) von Marktteilnehmern in Ländern außerhalb der Eurozone, sogenannten Drittländern, gehalten. Dies unterstreicht die wichtige Rolle von Bundeswertpapieren an den internationalen Finanzmärkten: Investoren außerhalb

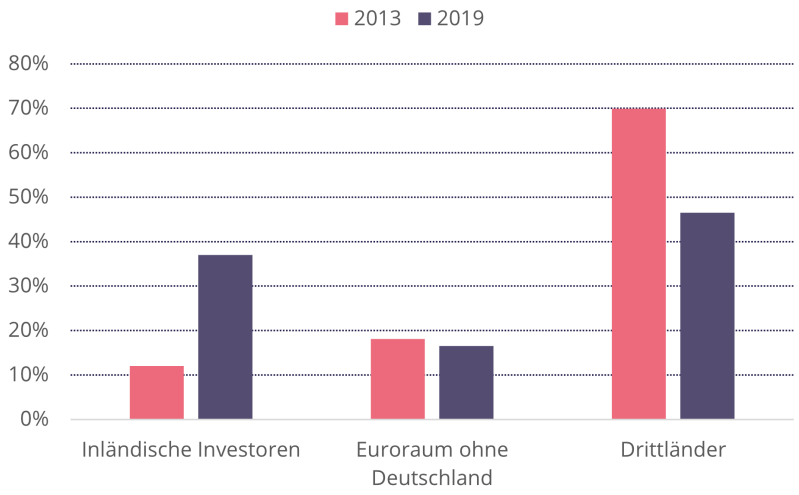
17 Art. 114 Abs. 4 CRR.

18 Dabei wird auf Bundesanleihen aufgrund der hohen Bonität nur ein sehr geringer Bewertungsabschlag (*Hair cut*) angewendet, das heißt, im Tausch gegen die Bundesanleihe bekommt die Bank die fast gleiche Summe an Liquidität zur Verfügung gestellt.

19 Bei Auktion werden meist etwa 20 Prozent des Volumens zur Marktpflege einbehalten und anschließend am Sekundärmarkt abgebaut. Gesetzlich ist die Marktpflegequote auf 20 Prozent des Gesamtvolumens begrenzt.

20 Die Daten stammen aus der Antwort der Bundesregierung auf eine Kleine Anfrage der Abgeordneten Fabio De Masi, Jörg Cezanne, Klaus Ernst, weiterer Abgeordneter und der Fraktion DIE LINKE; Drucksache 19/17604 (S. 5). Bei den Daten handelt es sich um Schätzungen der Finanzagentur auf Basis von Daten der Europäischen Zentralbank und der Deutschen Bundesbank sowie Statistiken der Finanzagentur. Stichtage sind der 31. Dezember für das Jahr 2013 sowie der 30. September für das Jahr 2019.

Anteil der Halter von Bundeswertpapieren nach Regionen für die Jahre 2013 und 2019



Dezernat Zukunft
Institut für Makrofinanzen

Abbildung 3: Anteil der Halter von Bundeswertpapieren nach Regionen für die Jahre 2013 und 2019; **Quelle**: Antwort der Bundesregierung auf kleine Anfrage; 05.03.20; Drucksache 19/17604

des Euro-Währungsgebiets halten Bundeswertpapiere zur sicheren Aufbewahrung von Euros. Etwas weniger als 20 Prozent waren 2013 im Besitz von Haltern im Euroraum außerhalb von Deutschland.

„Die Zunahme an in Deutschland gehaltenen Bundeswertpapieren ist vorwiegend durch die Wertpapierankaufprogramme des Eurosystems zu erklären."

Zwischen 2013 und 2019 hat sich der Anteil der Bundesanleihen, die im Inland gehalten werden, von 10 Prozent auf über 35 Prozent deutlich erhöht. Gleichzeitig ging der Anteil der Drittländer besonders stark zurück auf etwas weniger als 50 Prozent im Jahr 2019. Der Anteil von Bundesanleihen, der im Euroraum außerhalb von Deutschland gehalten wird, sank im gleichen Zeitraum geringfügig auf 17 Prozent. Die Zunahme an in Deutschland gehaltenen Bundeswertpapieren ist vorwiegend durch die Wertpapierankaufprogramme des Eurosystems zu erklären.

Abbildung 4 zeigt die Halter von Bundeswertpapieren aufgegliedert nach Regionen und Sektoren für den 30. September 2019.[21] Von den 37 Prozent, die im Inland gehalten werden (graue Balken), liegt der überwiegende Anteil (28 Prozent) bei der Bundesbank.[22] Die Papiere wurden im Rahmen der Wertpapier-Ankaufprogramme erworben. Etwas weniger als 5 Prozent waren im Eigenbestand des Bundes und wurden von der Finanzagentur zur Marktpflege gehalten. Weitere nicht-staatliche Sektoren spielen bei der inländischen Haltung nur eine untergeordnete Rolle: 2,4 Prozent liegen bei Investmentfonds, 1,2 Prozent bei Versicherungen und Pensionsfonds; nicht-finanzielle Investoren, worunter Haushalte fallen, halten nur 0,4 Prozent des Gesamtbestands. Dies entspricht 5,6 Milliarden Euro, wird ein Volumen von 1,4 Billionen Euro unterstellt.

21 Nach unserem Kenntnisstand das aktuellste Datum, für das Halterstatistiken öffentlich verfügbar sind.

22 Der Anteil im Besitz der Deutschen Bundesbank dürfte sich seit dem 30.09.19 durch das weiterlaufende Public *Sector Purchase Programme* (PSPP) im Rahmen des *Asset Purchase Programme* (APP) sowie das *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) weiter vergrößert haben.

23 Unter „Banken und Staatssektor" fallen auch Unternehmen und Fonds im Staatseigentum, inklusive öffentlicher Banken.

Halter von Bundeswertpapieren nach Regionen und Sektoren

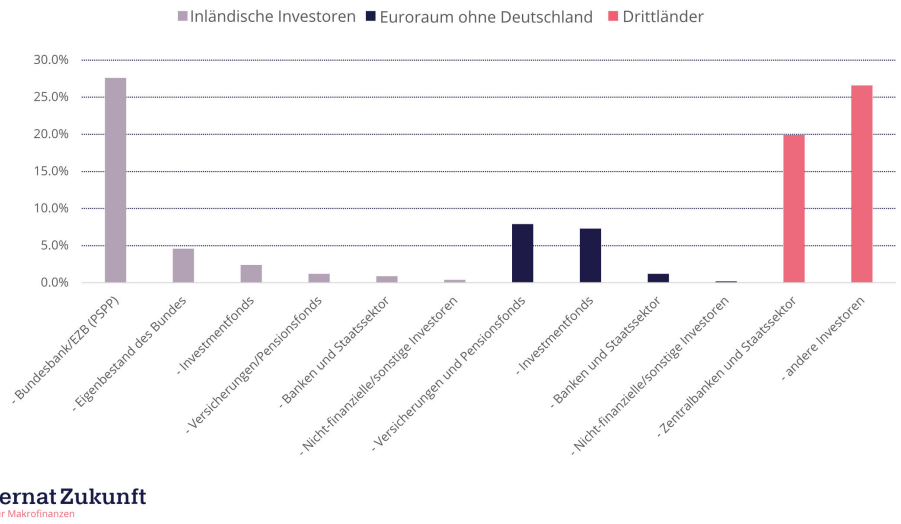


Abbildung 4: Halter von Bundeswertpapieren nach Regionen und Sektoren, grau: Inländische Investoren, dunkelblau: Euroraum ohne Deutschland, hellrot: Drittländer, Daten für den 30.09.19, **Quelle**: Antwort der Bundesregierung auf kleine Anfrage; 05.03.20; Drucksache 19/17604

Ein anderes Bild zeigt sich bei den Halterinnen im Euroraum außerhalb von Deutschland (dunkelblaue Balken). Hier liegen die meisten Bundeswertpapiere bei institutionellen privatwirtschaftlichen Investoren. Besonders Versicherungen und Pensionsfonds sowie Investmentfonds halten nennenswerte Anteile mit 7,9 Prozent beziehungsweise 7,3 Prozent des Gesamtvolumens. Banken und der Staatssektor (1,2 Prozent, ohne Zentralbanken)[23] sowie nicht-finanzielle Investoren (0,2 Prozent) halten einen relativ geringen Anteil.

„Privatanleger spielen keine entscheidende Rolle am Bundmarkt."

Welch wichtige Rolle Bunds als Währungsreserve spielen, zeigt die Tatsache, dass 20 Prozent bei Zentralbanken[24] außerhalb des Euroraums liegen – auch wenn diese laut den Daten der Finanzagentur seit 2013 deutlich abgebaut haben. 2013 waren noch 38 Prozent des Gesamtvolumens im Besitz außereuropäischer Zentralbanken. Es wäre denkbar, dass ein Teil der Währungsreserven aufgrund der Knappheit von Bunds in andere sichere eurodenominierte Anleihen[25] umgeschichtet wurde oder Euro-Währungsreserven insgesamt abgebaut wurden. Besonders asiatische Zentralbanken, wie die chinesische Zentralbank, galten in der Vergangenheit häufiger als Verkäufer von Bundeswertpapieren. 26,6 Prozent[26] des Gesamtvolumens liegen bei anderen Investoren außerhalb des Euroraums (2013 32,1 Prozent). Die Daten der Finanzagentur zeigen keine genauere Untergliederung. Es scheint jedoch wahrscheinlich, dass besonders institutionelle Anleger wie Investmentfonds (auch Staatsfonds) und Versicherungen/Pensionsfonds relevante Anteile halten.

24 Der sonstige Staatssektor zählt ebenfalls zu dieser Kategorie, dürfte jedoch keinen relevanten Anteil des Gesamtvolumens halten.

25 So könnte eine fällige Bundesanleihe bspw. in eine französische Staatsanleihe umgeschichtet werden, wenn diese besser verfügbar ist. Französische Staatsanleihen dürften neben Bundesanleihen ebenfalls als Währungsreserve verwendet werden, da sie als sicher eingestuft werden und ein hohes Marktvolumen bieten.

Zusammengefasst gibt es eine Reihe unterschiedlicher Marktteilnehmer, die aus unterschiedlichen Gründen Interesse an der Haltung von Bunds haben. Die überwältigende Mehrheit der Staatsanleihen wird dabei von institutionellen Investorinnen gehalten. Privatanleger spielen keine entscheidende Rolle am Bundmarkt.

Ankaufprogramme des Eurosystems

Die Bundesbank hält also mittlerweile einen beträchtlichen Anteil der ausstehenden Bundesanleihen. Doch warum kauft das Eurosystem die Anleihen eigentlich an?

„Mit den Ankäufen soll in erster Linie Preisstabilität und das Erreichen des Inflationsziels gewährleistet werden."

Wertpapierankaufprogramme zählen zum unkonventionellen geldpolitischen Instrumentarium von Zentralbanken und haben weltweit im letzten Jahrzehnt deutlich an Bedeutung gewonnen. Seit 2013 tritt auch das Eurosystem mit verschiedenen Ankaufprogrammen am Sekundärmarkt als Käufer auf. Mit den Ankäufen soll in erster Linie Preisstabilität und das Erreichen des Inflationsziels gewährleistet werden: eine Teuerungsrate von 2 Prozent.[27] Die Ankaufprogramme wurden aktiviert, als die Zinsen (als konventionelles geldpolitisches Instrument) bereits sehr niedrig waren und weitere geldpolitische (quantitative) Lockerung (*Quantitative Easing, QE*) notwendig schien.

Die Käufe haben unterschiedliche Wirkungsweisen, sogenannte Transmissionsmechanismen.[28] Im Ergebnis senken sie Anleiherenditen im gesamten Währungsraum. Hierdurch werden die Finanzierungskosten für Investitionen gesenkt. Gleichzeitig gewinnen Vermögen an Wert – was zu einer stärkeren gesamtwirtschaftlichen Nachfrage führen soll. Das Eurosystem kauft im Rahmen des Public Sector Purchase Programms und des Pandemic Emergency Purchase Programms Staatsanleihen an.

Public Sector Purchase Programm (PSPP)[29]

Anleihen des öffentlichen Sektors werden vom Eurosystem im Rahmen des Public Sector Purchase Programmes (PSPP) seit 2016 angekauft. Neben Staatsanleihen werden auch Anleihen von lokalen und regionalen Regierungen, anerkannten Agencies (z. B. KfW oder SNCF Réseau) und EU-Supranationals (z. B. ESM oder Europäische Investitionsbank) angekauft; jeweils mit einer Laufzeit von 1 bis 30 Jahren. Im Rahmen des PSPP darf das Eurosystem nicht mehr als 33 Prozent des Gesamtvolumens einer bestimmten Anleihe oder des Gesamtvolumens eines Emittenten erwerben. Dadurch soll einerseits Marktfunktionalität gewährleistet werden, andererseits soll verhindert werden, dass das Eurosystem zu einem dominierenden Gläubiger wird. Ankäufe im PSPP richten sich nach dem Kapitalschlüssel (Anteil am gezeichneten Kapital der EZB).[30] Etwa ein Viertel der monatlich angekauften Anleihen werden daher von Emittenten des öffentlichen Sektors aus Deutschland ausgegeben.

27 Bis zum Abschluss der EZB-Strategieüberprüfung im Juli 2021 hat das Eurosystem das Ziel der Preisstabilität als eine Teuerungsrate von unter, aber nahe an 2 Prozent interpretiert. Mit der neuen geldpolitischen Strategie vom 8. Juli gilt ein symmetrisches mittelfristiges Inflationsziel von 2 Prozent.

28 vgl.: Quantitative Easing in the Euro Area: Transmission Channels and Risks – Intereconomics.

29 https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html und https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/pspp-qa.en.html.

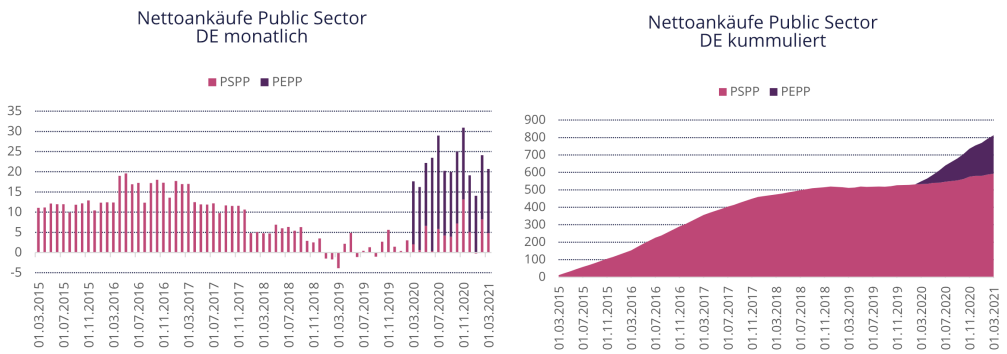
30 https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/pspp-qa.en.html.

Seit 2015 betreibt das Eurosystem noch eine Reihe weiterer Ankaufprogramme, die, zusammen mit dem PSPP, unter den Asset Purchase Programmes (APP) zusammengefasst werden. Mit 80 Prozent des APP-Portfolios ist das PSPP jedoch mit Abstand das größte Ankaufprogramm.

Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)[31]

Das Corona-Notfall-Ankaufprogramm **Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)** wurde im März 2020 aktiviert, als sich die Finanzmärkte sehr nervös zeigten und die Renditen europäischer Staatsanleihen in die Höhe schnellten (siehe auch Seite 14). Das Volumen von 750 Milliarden Euro wurde im Juni um 600 und im Dezember um weitere 500 Milliarden Euro erhöht, woraus sich eine Gesamtsumme von 1,85 Billionen Euro ergibt. Anders als beim APP steht beim PEPP nicht das Erreichen der Preisniveaustabilität im Vordergrund, sondern die unmittelbare Krisenbekämpfung.[32] Daher weist das PEPP im Vergleich zum PSPP eine höhere Flexibilität auf. Es wird nicht jeden Monat eine bestimmte Summe angekauft, sondern das Eurosystem kann bis zu einer festgelegten Obergrenze flexibel Käufe tätigen. Zudem orientiert sich die Zusammensetzung der Käufe generell am Kapitalschlüssel, es kann aber je nach Marktlage temporär auch von ihm abgewichen werden. Die Käufe sollen so lange andauern, bis die Corona-Krise überwunden ist, werden aber mindestens bis März 2022 fortgesetzt.

Nettoankäufe Deutschland PSPP und PEPP in Mrd. Euro.



Dezernat Zukunft
Institut für Makrofinanzen

Abbildung 5: Nettoankäufe Deutschland PSPP und PEPP in Mrd. Euro. **Quelle:** https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html#pspp und https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html

31 https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html und https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/pepp-qa.en.html.

32 Zum PEPP siehe auch: https://dezernatzukunft.org/das-pandemie-notfallankaufprogramm-der-ezb-pepp-koennte-ein-historischer-wendepunkt-sein/.

Abbildung 5 zeigt die monatlichen Nettoankäufe von Anleihen des öffentlichen Sektors aus Deutschland im Rahmen des PSPP und PEPP. Das monatliche Netto-Ankaufvolumen (fällige Wertpapiere werden zusätzlich immer reinvestiert) lag 2015 bei etwa 10 Milliarden Euro, wurde 2016 auf etwa 15 Milliarden Euro gesteigert und wurde anschließend wieder zurückgeführt, bis 2019 nur noch reinvestiert wurde. 2020 wurden dann zeitweise Anleihen des öffentlichen Sektors im Wert von über 20 Milliarden Euro monatlich angekauft. Die rechte Abbildung zeigt die Nettoankäufe monatlich kumuliert über die Zeit. Bis März 2021 wurden Anleihen im Umfang von über 800 Milliarden Euro angekauft, wobei fast 600 Milliarden Euro über das PSPP und etwa 220 Milliarden Euro über das PEPP angekauft wurden. Eine genaue Aufteilung der Käufe auf Bundeswertpapiere, Länderanleihen und anerkannte Agencies wird nicht veröffentlicht, sodass der jeweilige Anteil der Bundeswertpapiere, die vom Eurosystem gehalten werden, nicht genau berechnet werden kann. Allerdings dürfte aufgrund der verfügbaren Volumina der größte Teil in Bundeswertpapieren umgesetzt werden.

3. Determinanten der Rendite von Staatsanleihen und Renditen über die Zeit

Die Zinsstrukturkurve

„Marktrendite von Anleihen errechnet sich aus dem Preis, den ein Investor am Markt bereit ist, für die Anleihe zu zahlen, sowie den künftigen Zahlungsströmen."

Die aktuelle Marktrendite von Anleihen errechnet sich aus dem Preis, den ein Investor am Markt bereit ist, für die Anleihe zu zahlen, sowie den künftigen Zahlungsströmen. Steigt die Nachfrage nach sicheren Anleihen, so steigen die Preise, aber die Renditen, also die mit den Anleihen erwirtschaftbaren Gewinne, sinken. Fallen die Preise, steigen die Renditen.

Grundsätzlich gibt es eine Vielzahl unterschiedlicher Einflussfaktoren auf Anleiherenditen: Neben dem Ausfallrisiko des Emittenten ist dies zum einen die Restlaufzeit des Wertpapiers. Länger laufende Papiere haben in der Regel eine höhere Rendite, da Investoren eine Laufzeitprämie dafür fordern, wenn sie ihr Geld am Kapitalmarkt länger zur Verfügung stellen (zumindest in der Abwesenheit von geldpolitischen Ankaufprogrammen, die ja gerade das Ziel haben, Laufzeitprämien zu senken). Außerdem spielt die Liquidität eine Rolle. Weniger liquide Papiere sind schwieriger zu veräußern und weisen daher eine höhere Rendite (Illiquiditätsprämie) auf. Abhängig vom Sitz des Emittenten und davon, nach welchem Recht die Anleihe begeben ist, können generell auch Abwertungsrisiken mit in die Rendite eingepreist sein (Abwertungsprämie).[33]

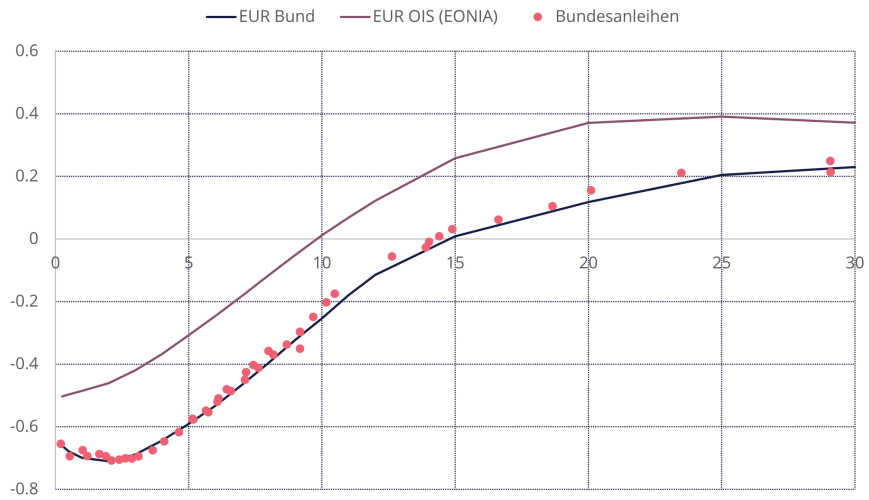
33 So weisen bspw. Anleihen von italienischen Unternehmen mit gutem Rating, die nach britischem Recht begeben sind, eine niedrigere Rendite auf als laufzeitgleiche italienische Staatsanleihen. Als Grund gilt die Rechts form der Anleihe. Während Erstere im Falle eines Austritts Italiens aus der Eurozone weiterhin in Euro zurück gezahlt werden müssen, würden italienische Staatsanleihen, die nach italienischem Recht begeben sind, in die neue Währung umgeschrieben und in dieser zurückgezahlt. Kommt es zu einer Abwertung der Lira gegenüber dem Euro bis zur Rückzahlung, so ist die Rückzahlung in Euro weniger wert. Dieses Abwertungsrisiko lassen sich Investoren durch eine höhere Rendite entschädigen.

„Die Zinsstrukturkurve wird genutzt, um die Relation zwischen verschiedenen Restlaufzeiten und deren jeweiligen Renditen zu einem bestimmten Zeitpunkt abzubilden."

Die Zinsstrukturkurve wird genutzt, um die Relation zwischen verschiedenen Restlaufzeiten und deren jeweiligen Renditen zu einem bestimmten Zeitpunkt abzubilden. Abbildung 6 zeigt die Rendite und Duration (wie lange das angelegte Geld durchschnittlich noch in der Anleihe gebunden ist[34]) aller ausstehenden Bunds am 18. Juni 2021 (blaue Punkte) sowie die sich ergebende Zinsstrukturkurve (blaue Linie). An der Abbildung lässt sich zum Beispiel ablesen, dass Anleihen mit einer Laufzeit von über 15 Jahren eine positive Rendite aufweisen, der Bund eine 5-jährige Anleihe aber zu einer Negativrendite von etwa −0,6 Prozent emittieren könnte.

Neben der Zinsstrukturkurve Deutschlands enthält die Abbildung die EONIA-OIS-Kurve (*Overnight interest rate swap*). Die Swapkurve ist die Kurve für den risikofreien Zinssatz im Euroraum. Swaps sind Tauschgeschäfte, bei denen über die jeweilige Laufzeit zu Beginn feststehende Zinszahlungen (die Swapsätze) gegen variable Zinszahlungen getauscht (*geswapped*) werden.[35] Die variable und zu Beginn noch unbekannte Seite ergibt sich aus den Zinsen für Übernachtkredite am Interbankenmarkt (EONIA, *Euro OverNight Index Average*) über die Laufzeit. Die Übernachtkredite gelten aufgrund ihrer kurzen Laufzeit als risikofrei.[36] Eine Bank kann sich also über die jeweiligen Laufzeiten täglich am Interbankenmarkt refinanzieren (zahlt jeden Tag den EONIA) und gleichzeitig das Swap-Geschäft eingehen (erhält jeden Tag den EONIA und zahlt den Swapsatz). So kann sie schon heute die

Renditen der einzelnen Bundeswertpapiere sowie sich ergebende Zinsstruktur-/Bundkurve. OIS (EONIA) Swapkurve. 18.06.21



Dezernat Zukunft
Institut für Makrofinanzen

Abbildung 6: Renditen der einzelnen Bundeswertpapiere sowie sich ergebende Zinsstruktur-/Bundkurve. OIS (EONIA) Swapkurve. 18.06.21, **Quelle**: Bloomberg.

34 Für eine ausführlichere Erklärung dazu und zu der Frage, wieso Duration zentral ist, um zu verstehen, wie sich verändernde Zinsen in Anleihepreise übersetzen, siehe: https://www.investopedia.com/terms/d/duration.asp.

35 Die Zahlungsströme bemessen sich an einem zugrunde gelegten Betrag, der aber nicht gezahlt wird. Die fixe Seite des Swaps wird so festgelegt, dass der Barwert des Swaps zu Beginn des Geschäfts null beträgt. Swaps werden über Central Counterparties (CCPs) gehandelt und sind besichert, sodass auch hier kein Ausfallrisiko des Kontrahenten besteht. Swaps können auch von Finanzmarktteilnehmern gehandelt werden, die keine Banken sind.

36 Gemäß den Regelungen der Bank Recovery and Resoultion Directive (BRRD, Art. 44 Abs. 2) werden Interbankenkredite mit einer Ursprungslaufzeit von weniger als 7 Tagen im Falle einer Abwicklung nicht für einen bail-in herangezogen, was den risikofreien Charakter unterstreicht.

Zinsen für die Laufzeit festschreiben. Für 5 Jahre müsste sie laut der OIS-Kurve also einen Zins von −0,3 Prozent zahlen, für 20 Jahre fast 0,4 Prozent.

„Der Bund kann sich zu günstigeren Konditionen als den risikofreien Zinsen im Euroraum refinanzieren."

An der Abbildung ist besonders bemerkenswert, dass **die Bundkurve über die gesamte Laufzeit unter der Kurve des risikofreien Zinses liegt**. Der Bund kann sich also zu günstigeren Konditionen als den risikofreien Zinsen im Euroraum refinanzieren. Eine Ausfallprämie für den Fall der Zahlungsunfähigkeit Deutschlands wird an den Märkten folglich auch nicht eingepreist.

Die Differenz zwischen der Swap- und der Bundkurve, die an den meisten Stellen zwischen 20 und 30 Basispunkte beträgt (durchaus beträchtlich!), erscheint auf den ersten Blick unplausibel – schließlich bildet die Swapkurve ja die risikofreien Zinsen ab. Warum sollten die Renditen deutscher Staatsanleihen niedriger sein als die risikofreien Zinsen? Diese Renditedifferenz (oder Knappheitsprämie) lässt sich nur dadurch erklären, dass **Bunds ein gefragtes Anlageinstrument und gleichzeitig sehr knapp sind**.[37] Investoren, für die die Rendite nicht im Fokus steht, wie zum Beispiel das Eurosystem, Zentralbanken außerhalb des Euroraums oder internationale institutionelle Investoren mit strengen Anlagerichtlinien, kaufen deutsche Staatsanleihen, obwohl die Rendite eigentlich zu niedrig erscheint. Insbesondere die Ankaufprogramme dürften maßgeblich zur Absenkung der Bundkurve beitragen. Im nächsten Abschnitt auf Seite 17 zeigen wir, dass diese Knappheitsprämie, die deutsche Staatsanleihen zu einer für Investoren äußerst teuren Anlage gemacht hat, erst in den letzten Jahren entstanden ist.

Zuvor lohnt sich ein kurzer Blick auf die zentralen Faktoren für die Renditen der Swap- und Bundkurve. Die Bundkurve entwickelt sich dabei in Abhängigkeit von der Swapkurve sowie ihrer Knappheitsprämie. Grundsätzlich gibt es gemäß der Erwartungstheorie (*Expectations Theory*) unterschiedliche Einflussfaktoren für die Renditen von Anleihen mit einer kurzen Laufzeit (das kurze Ende der Zinskurve) und einer langen Laufzeit (das lange Ende der Zinskurve).[38] Das kurze Ende orientiert sich am **gegenwärtigen Einlagesatz der Zentralbank, also den Zinsen, die die Zentralbank Banken auf ihre Einlagen auf dem Zentralbankkonto zahlt**. Für Banken macht es in Zeiten eines Liquiditätsüberschusses kaum einen Unterschied, ob sie ihr Geld bei der Zentralbank halten oder am Interbankenmarkt zur Verfügung stellen.[39] Im Eurosystem wird der Einlagesatz als Zinssatz der Einlagefazilität (*Deposit Facility Rate*) bezeichnet und liegt momentan bei −0,5 Prozent. Banken müssen also der EZB für ihre Einlagen auf dem Zentralbankkonto eine Art Gebühr – den Negativzinssatz – bezahlen. **Während das kurze Ende der Zinskurve also in der Gegenwart verankert ist, spielen beim langen Ende Erwartungen an die Zukunft die entscheidende Rolle**. Dies sind besonders Erwartungen an die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung und die **erwartete Inflation** sowie die daraus resultierende **geldpolitische Reaktion der Zentralbank**; also die kurzfristigen Zinsen in der Zukunft.

„Erwartungen spielen eine wichtige Rolle bei Renditeentwicklungen."

37 Zur Knappheit von Bunds und der Frage, ob es ein Bund-Premium gibt, siehe auch: IMF 2019.

38 Das kurze Ende der Zinsstrukturkurve bezeichnet den Bereich, der von Anleihen mit kurzer Restlaufzeit determiniert wird. Das lange Ende hingegen spiegelt die Renditen langlaufender Wertpapiere wider.

39 In Zeiten eines strukturellen Liquiditätsdefizits würde sich das kurze Ende vermutlich eher am Hauptrefinanzierungssatz des Eurosystems orientieren.

Entwicklung der Rendite europäischer Staatsanleihen seit 2007

Abbildung 7 zeigt die Rendite 10-jähriger europäischer Staatsanleihen seit 2007. Der Übersichtlichkeit halber haben wir uns auf die vier größten europäischen Staaten beschränkt.

Die Abbildung zeigt neben den Renditen der Staatsanleihen den 10-Jahres-EONIA-Swapsatz. Die 10-Jahres-Bund-Rendite und der 10-Jahres-Swapsatz sind quasi die 10-Jahrespunkte der Kurven aus Abbildung 6 über die Zeit. Bis 2015 laufen Bunds als eurodenominiertes risikofreies Safe Asset und der Swapsatz fast synchron, was nicht erstaunlich ist, da beide als risikofrei gelten. Nach Beginn der Wertpapierankaufprogramme ab 2016/2017 beginnen die Renditen der Bundesanleihen jedoch, sich schrittweise von dem 10-Jahres-Swapsatz wegzubewegen, und weisen eine geringere Rendite als der risikofreie Zins auf. Ab 2018 laufen stattdessen die Renditen französischer Staatsanleihen im Gleichlauf mit dem Swapsatz.

Vergleicht man die Renditen europäischer Staatsanleihen in Abbildung 7 miteinander, fällt auf, dass vor der Finanzkrise 2007/2008 an den Finanzmärkten keine wesentliche Differenzierung zwischen den unterschiedlichen europäischen Staatsanleihen stattgefunden hat. Eine europäische Staatsanleihe ist eine Forderung in Euro gegenüber einem europäischen Staat, und diese galten überall als sicher. Als durch den Wirtschaftseinbruch und die umfangreichen Konjunkturpakete die Staatsverschuldung in den europäischen Staaten sprunghaft anstieg und gleichzeitig unklar blieb, ob alle europäischen Staatsanleihen weiterhin als risikofrei gelten würden und ob – beziehungsweise zu welchen Bedingungen – das Eurosystem weiterhin alle Staatsanleihen als Sicherheiten akzeptieren würde,[40] bewerteten Investoren ihre Risiken neu und die Renditen begannen, sich auseinanderzuentwickeln. Plötzlich galt die Verschuldung einiger Mitgliedsstaaten nicht mehr als tragbar und es kam zur Eurokrise 2011–2013. Hedgefonds wetteten in der Krise gegen Staaten und trieben so zusätzlich die Renditen bestimmter Staatsanleihen in die Höhe. Die Rendite 10-jähriger griechischer Staatsanleihen betrug zeitweise mehr als 30 Prozent und portugiesische Anleihen notierten lange Zeit bei mehr als 10 Prozent.[41] Doch auch spanische und italienische Anleihen wiesen mit 7 Prozent deutlich erhöhte Renditen auf – Renditen, die aus heutiger Sicht nur schwer vorstellbar sind. Erst Mario Draghi konnte mit seinem eindrücklichen und viel zitierten „Whatever it takes" am 26. Juli 2012 auf einer Investorenkonferenz in London die Märkte nachhaltig beruhigen.[42] Doch auch dies gelang nur, da seine Äußerungen, die nicht im Vorhinein abgestimmt waren, ex post von der Europäischen

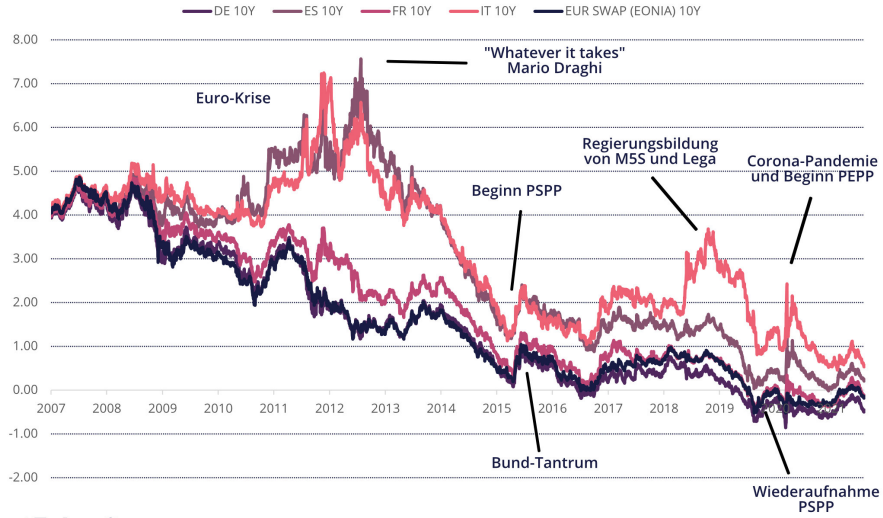
40 Für eine tiefgehende Analyse der Kausalzusammenhänge, siehe van 't Klooster, *The Political Economy of Central Bank Risk Management*, Doktorarbeit, Universität Groningen, https://books.ipskampprinting.nl/thesis/557239-vt_klooster/.

41 Weder Griechenland noch Portugal sind in Abbildung 7 enthalten, da die Renditebewegungen von Bunds aufgrund des veränderten Maßstabs sonst kaum zu erkennen wären. Sowohl Griechenland als auch Portugal haben in den letzten Jahren aus Sicht der Finanzmärkte eine gute Entwicklung genommen. Griechische Anleihen werden aktuell wie italienische Anleihen gepreist. Die Renditen portugiesischer Anleihen ähneln denen spanischer Staatsanleihen. Im Sinne der Übersichtlichkeit haben wir außerdem die Rendite österreichischer und niederländischer Staatsanleihen nicht in die Abbildung aufgenommen. Die Rendite dieser beiden Länder bewegt sich zwischen Deutschland und Frankreich.

42 "Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough." Mario Draghi.

Kommission und, nach intensiven Diskussionen hinter den Kulissen, Berlin unterstützt wurden.[43] Wenige Tage später wurde das OMT (*Outright Monetary Transactions*) Programm bekannt gegeben, ein Programm, das theoretisch den unbegrenzten Ankauf kurzfristiger Staatsanleihen erlaubt. Das Instrument wurde zwar nie aktiviert, gleichzeitig gilt es bis heute als wichtiges Puzzlestück zur Überwindung der Eurokrise. Nicht wenige Beobachter sehen in dem beherzten Handeln Draghis im Sommer 2012 den entscheidenden Grund für den Fortbestand der Eurozone.

Renditen 10-jähriger Europäischer Staatsanleihen in Prozent seit 2007



Dezernat Zukunft
Institut für Makrofinanzen

Abbildung 7: Renditen 10-jähriger Europäischer Staatsanleihen in Prozent seit 2007, **Quelle**: Bloomberg.

Welch wichtige Rolle Erwartungen bei der Renditeentwicklung spielen, zeigt die Talfahrt der Renditen im Jahr 2014. Da alle Indikatoren auf eine historisch niedrige Inflation hindeuteten und die Leitzinsen im Euroraum schon nahe 0 Prozent waren, wurde an den Finanzmärkten die Aufnahme von Wertpapier-Ankaufprogrammen zur Sicherung der Preisstabilität als immer wahrscheinlicher betrachtet. Die Kurse stiegen, die Renditen gingen in Erwartung auf potenzielle Ankäufe kontinuierlich und substanziell zurück, obwohl das Programm noch nicht beschlossen war. Tatsächlich verkündet wurde das Programm am 22. Januar 2015.[44] Als die Käufe im März 2015 dann tatsächlich starteten, kam es zum sogenannten *Bund Tantrum* (Wutanfall). Binnen weniger Wochen stiegen die Renditen 10-jähriger Bunds über 100 Basispunkte an. Als Grund galt die damalige Unzufriedenheit von Banken mit dem Ankaufstempo des Eurosystems. Sie hatten sich vor Beginn der Ankäufe mit Staatsanleihen eingedeckt und konnten ihre Bestände nicht so schnell wie erwartet abbauen.

Für erhebliche Ausschläge der Renditen italienischer Staatsanleihen sorgten im Frühjahr 2018 innenpolitische Spannungen in Italien. Nach der Wahl im März konnten sich die Parteien zunächst nicht auf eine Regierung einigen. Erst im Mai

43 Für eine Beschreibung der Ereignisse hinter den Kulissen siehe Adam Tooze, *Crashed*, S. 438–441.

44 https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html.

wählten die Fünf-Sterne-Bewegung und die Lega Nord Giuseppe Conte zum Ministerpräsidenten. Matteo Salvini, Politiker der nationalistischen Lega Nord (und nach der Regierungsbildung Innenminister), hatte in dieser Zeit wiederholt mit einem Austritt Italiens aus der Währungsunion kokettiert.

Als im Frühjahr 2019 Wachstumssorgen aufkamen, überboten sich weltweit Notenbanker mit Äußerungen, in denen sie sich sehr besorgt über die fehlende Wachstumsdynamik zeigten, und stellten weitere geldpolitische Lockerungen in Aussicht. Deutlich sinkende Renditen waren die Folge, die im August vorerst ihr Minimum erreichten. Der Bund konnte damals eine 30-jährige Anleihe mit 0-Prozent-Kupon zu einem Preis von über 100 € emittieren, also mit negativer effektiver Verzinsung (da bei Fälligkeit nur 100 € zurückgezahlt wird). Im September beschloss der EZB-Rat, die Nettoankäufe des Eurosystems ab November wieder aufzunehmen. Gegen Ende des Jahres stiegen die Renditen im Kontext eines vorsichtig optimistischen Sentiments.

Entwicklung der Rendite europäischer Staatsanleihen seit Januar 2020

Als sich das Coronavirus Anfang 2021 in immer weiteren Teilen der Welt ausbreitete, fielen die Renditen von Bundesanleihen erst schrittweise, dann recht deutlich. Fallende Renditen für sichere Anlagen wie deutsche Staatsanleihen sind jedoch typisch in einem risikoaversen Marktumfeld. Anleger fliehen in die *Safe Havens*, also die sicheren Häfen, was deren Rendite drückt.

Im März kam es an den Aktienmärkten zu starken Kurseinbrüchen, nachdem absehbar geworden war, dass es sich um eine weltweite Pandemie handelt und Lockdowns sowie ein massiver Einbruch des Wirtschaftswachstums unausweichlich waren. Die Anleiherenditen von Italien und Spanien, aber auch von Frankreich und Deutschland stiegen ab dem 12. März spürbar an. An diesem Tag erklärte Christine Lagarde auf der EZB-Pressekonferenz, dass es nicht die Aufgabe der EZB sei, niedrige Spreads[45] zu gewährleisten.[46] An den Märkten sorgte die Äußerung für erhebliche Irritationen; italienische und spanische Papiere wurden quasi illiquide, da keine Käufer mehr bereitstanden.[47] Die Renditen stiegen sprunghaft an. Erst das PEPP konnte ab dem 19. März die Märkte nachhaltig beruhigen und sorgte für einen Rückgang der Renditen. Dieses Beispiel zeigt – wie auch die Auswirkung von Draghis „Whatever it takes" –, welch großen Einfluss die Zentralbank auf die Kosten der Staatsverschuldung hat. Angesichts dessen fällt es schwer, dem Konzept der von der Zentralbank unbeeinflussten Staatsanleiherendite Kohärenz zu verleihen.

„Die Zentralbank hat einen entscheidenden Einfluss auf die Kosten von Staatsverschuldung."

45 Renditedifferenz zwischen Bundesanleihen und anderen europäischen Anleihen, z. B. italienischen und spanischen Staatsanleihen.

46 „Well, we will be there, as I said earlier on, using full flexibility, but we are not here to close spreads." Christine Lagarde am 12. März 2021 auf der EZB-Pressekonferenz.

47 Christine Lagarde versuchte in einem CNBC-Interview am gleichen Abend, die Äußerung noch zu relativieren, indem sie betonte, dass eine Fragmentierung des Euroraums verhindert werden müsse und hohe Spreads die geldpolitische Transmission beeinträchtigten; die Märkte konnte das jedoch kaum beruhigen.

Renditen 10-jähriger Europäischer Staatsanleihen in Prozent seit Januar 2020

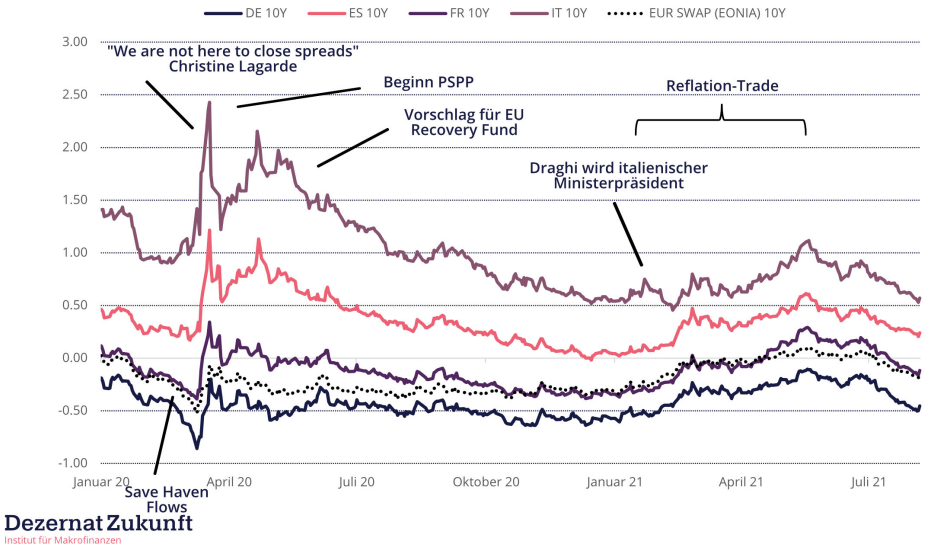


Abbildung 8: Renditen 10-jähriger Europäischer Staatsanleihen in Prozent seit Januar 2020, **Quelle**: Bloomberg.

Doch warum verzeichneten auch Bundesanleihen im März 2021 deutliche Renditeanstiege von über 50 Basispunkten innerhalb weniger Tage? War die Aussicht auf Konjunkturprogramme und steigende Staatsschulden Ursache für die heftigen Bewegungen? An den Märkten dürfte diese Erklärung keine relevante Rolle gespielt haben. Bundesanleihen sind das sicherste eurodenominierte Asset, und kein Investor dürfte in diesen Tagen die Risiken dieser Papiere neu bewertet haben. Vielmehr galt an den Märkten die Devise „cash is king“: Marktteilnehmer wollten möglichst viel Liquidität halten oder mussten steigenden Margin-Forderungen nachkommen.[48] Bundesanleihen waren zudem zeitweise die einzigen Papiere, die sich noch einigermaßen friktionslos handeln ließen.

„Es fällt schwer, dem Konzept der von der Zentralbank unbeeinflussten Staatsanleiherendite Kohärenz zu verleihen.“

Dass es nicht Sorgen um die künftige Schuldentragfähigkeit waren, die die Anleger Bunds verkaufen ließen, lässt sich auch dadurch belegen, dass der **Kurs von Gold** zeitgleich ebenfalls massiv fiel. Gold gilt genau wie Bunds als *Safe Haven*. Eigentlich würde man daher in Zeiten hoher Unsicherheit steigende Goldkurse erwarten. Stattdessen fiel der Goldkurs von 1680 US-Dollar pro Feinunze am 9. März auf 1470 US-Dollar am 19. März 2020 – also genau zum Zeitpunkt der Renditeanstiege von Bunds. In diesen Tagen herrschte an den Märkten Panik und es wurden die meisten Anlageklassen verkauft. Es lässt sich nur schwer abschätzen, wie sich die Märkte weiterentwickelt hätten, wenn die Notenbanken nicht entschieden eingegriffen hätten.

Neben dem PEPP sorgte der **EU Recovery Fund** für eine weitere Stabilisierung der Renditen, insbesondere in Italien und Spanien. In der zweiten Jahreshälfte 2020 gab es nur relativ wenig Bewegung.

48 Margin-Forderungen betreffen Investoren, die Geld geliehen haben, um es zu investieren, und deren Investments im Wert so stark gefallen sind, dass die Investoren Geld nachschießen mussten, um die Kreditbedingungen ihres Kreditgebers weiterhin zu erfüllen.

2021 begannen die Renditen von Bunds und anderen europäischen Staatsanleihen langsam, aber stetig anzuziehen. Die Bewegung wurde an den Märkten als Reflation Trade bezeichnet und hatte ihren Ursprung in den USA, wo sich die Zinsstrukturkurve schon in der zweiten Jahreshälfte 2020 deutlich versteilte, also die Renditen auf langlaufende Anleihen mehr anstiegen als die auf kurzlaufende. Fortschritte bei der Impfstoffentwicklung und die Aussicht auf ein Ende der Pandemie sowie ein Wiederanlaufen der Wirtschaft stimmten Marktteilnehmerinnen optimistisch. Im Umfeld eines konjunkturellen Aufschwungs sind sichere Staatsanleihen weniger gefragt, fallende Kurse und steigende Renditen daher der Normalfall. Das gewaltige Konjunkturprogramm von 1,9 Billionen US-Dollar (größer als der gesamte Bundmarkt) der US-Regierung nährte zudem Erwartungen an eine steigende Inflation, was ebenfalls die Renditen in die Höhe treibt.

In unserem verwobenen Finanzsystem strahlen relevante Renditebewegungen von US-Treasuries aber immer auch auf Bundesanleihen aus. Zudem schien auch in Europa ein Ende der Pandemie näher zu rücken und die Zeichen standen auf wirtschaftlichen Aufschwung. Für Europa erwartet die EZB eine Inflation von 2,1 Prozent über das Jahr 2021 (im vierten Quartal 2,6 Prozent), auch wenn der Inflationsanstieg laut den Prognosen nur vorübergehend ist und im nächsten Jahr wieder auf 1,5 Prozent zurückgeht.[49]

Der Anstieg der Renditen war jedoch nur temporär. Seit Ende Mai sind die Renditen wieder gefallen. Die Ausbreitung der Delta-Variante und Sorgen um die wirtschaftliche Erholung im Euroraum stimmten Marktteilnehmer vorsichtiger. Zudem passte die EZB in der Juli-Sitzung des EZB-Rats ihren Ausblick an und schloss Zinserhöhungen bis zu einem nachhaltigen Inflationsanstieg aus.[50] Dies folgte als Reaktion auf das neue symmetrische Inflationsziel von 2 Prozent, das im Rahmen der Strategieüberprüfung beschlossen wurde.[51] Anfang August war die gesamte Bundkurve wieder im negativen Bereich, sodass selbst 30-jährige Bunds eine negative Rendite aufwiesen.

Wie sich Renditen von Bundesanleihen in der nächsten Zeit weiterentwickeln, lässt sich naturgemäß nur schwer prognostizieren. Die weitere Entwicklung der Corona-Pandemie, der Wirtschafts- und Inflationsausblick im Herbst sowie die geldpolitische Reaktion der EZB – insbesondere die weiteren PEPP-Ankäufe – werden die wichtigsten Treiber der Renditeentwicklung bleiben. Sah es im Frühjahr noch so aus, als könnten 10-jährige Bunds noch in diesem Jahr die 0-Prozent-Marke überschreiten, scheint dies im Augenblick eher unwahrscheinlich.

49 ECB Macroeconomic Projections June 2021: https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202106_eurosystemstaff~7000543a66.en.html#toc8.

50 https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210722~13e7f5e795.en.html.

51 https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708~dc78cc4b0d.en.html.

4. Die zentrale Rolle der Bundesanleihen für den internationalen Finanzmarkt

Die Erzählung, dass deutsche Staatsanleihen von Privatanlegern zu Renditen gekauft würden, die von der Neuverschuldung des Bundes oder gar des Maastricht-Schuldenstands abhängen, erfreut sich weiterhin hoher Beliebtheit. Sie ignoriert jedoch weitgehend das globale Finanzsystem, für das Bundesanleihen als Taschenmesser, (eurodenominierter) Zollstock und Goldbarren fungieren: So finden sich deutsche Staatsschulden in der Rolle von Währungsreserven, Bankkonto, sicheren Anlagen für Rentenfonds und Versicherer wieder und dienen gleichzeitig als Sicherheit und Bewertungsmaßstab für andere eurodenominierte Anleihen. Ihr Handel ist weitgehend Experten vorbehalten und folgt überwiegend einer marktinternen Logik. Sehr deutlich wurde das in der Corona-Krise, als die Renditen fielen, während die Staatsschuld stieg. Will man verstehen, was die Kosten der deutschen Staatsverschuldung treibt, ist also ein Tauchgang in die Tiefen des Bundmarkts nötig.

Das Dezernat Zukunft ist eine überparteiliche Vereinigung, die Geld-, Finanz-, und Wirtschaftspolitik verständlich, kohärent, und relevant erklären und neu denken will. Dabei sind wir geleitet von unseren Kernwerten:
Demokratie, Menschenwürde, und breit verteilter Wohlstand.

www.dezernatzukunft.org

@DezernatZ

Diese Arbeit wird unterstützt von Open Philanthropy und dem Institute for New Economic Thinking (INET).

Impressum

Veröffentlicht durch:
Dezernat Zukunft e.V.,
Tieckstraße 37, 10115 Berlin
www.dezernatzukunft.org

Vertretungsberechtigter Vorstand:
Dr. Maximilian Krahé

Vorstand:
Maximilian Krahé, Maximilian Paleschke, Nicolas Gassen

Vereinsregister des Amtsgerichts Charlottenburg
Vereinsregisternummer 36980 B
Inhaltlich Verantwortlicher nach §55 RstV: Dr. Maximilian Krahé

Herausgeber:
Dr. Maximilian Krahé, Köln
E-Mail: max.krahe@dezernatzukunft.org

Design:
Burak Korkmaz

Diese Arbeit von Dezernat Zukunft ist lizensiert unter der CC BY-NC 4.0 .

Die Inhalte können mit klarer Kennzeichnung der Quelle und, sofern angegeben, unter Angabe des Autors bzw. der Autorin verwendet werden.