

## Analyse zur Liquiditätssituation auf Anleihemärkten

### Executive Summary

Der Begriff Liquidität wird in ganz unterschiedlichen Zusammenhängen verwendet. Aus volkswirtschaftlicher Sicht können hier Geldmengenaggregate ebenso gemeint sein wie die Liquiditätssituation auf den Interbankenmärkten. Gegenstand dieser Untersuchung ist die sogenannte „**Marktliquidität**“ auf Anleihemärkten. Hierunter verstehen wir die Möglichkeit eines Investors, **eine Anleihe zeitnah, in der gewünschten Kontraktgröße und ohne signifikanten Einfluss auf den Preis handeln zu können**. Motivation für die Analyse ist eine zunehmende Evidenz, wonach die Marktliquidität insbesondere auf den Märkten für festverzinsliche Produkte in den vergangenen Jahren abgenommen hat. Dies ist aus Sicht institutioneller Investoren wie Versicherungen ein ernst zu nehmendes Problem.

Die Marktliquidität wird durch eine Vielzahl von Einflussfaktoren bestimmt. Zu den wichtigsten, die wir identifiziert haben, gehören die Geldpolitik, der Regulierungsrahmen, die Emissionstätigkeit sowie das Verhalten der Marktteilnehmer. Unsere Untersuchung der Faktoren bestätigt, dass die Marktliquidität abgenommen hat. Zudem ist es sehr unwahrscheinlich, dass die Liquidität auf absehbare Zeit wieder das Vorkrisenniveau erreichen wird. Die **wichtigsten Ergebnisse** der Studie im Einzelnen sind:

- Die Liquiditätskennzahlen zeigen z. T. ein **uneinheitliches Bild**. Insgesamt hat sich die **Liquiditätssituation auf den Anleihemärkten** in den vergangenen Jahren jedoch **spürbar verschlechtert**.
- Insbesondere das **EZB-Anleiheaufkaufprogramm entzieht dem Markt massiv Liquidität**. Dies führt bei Staatsanleihen zu erheblichen Marktverwerfungen und bei Unternehmensanleihen sowie Pfandbriefen darüber hinaus zu Preisverzerrungen und einem spürbaren Austrocknen der Märkte. In der langen Liste der „Risiken und Nebenwirkungen“ der aktuellen Geldpolitik ist dies ein weiteres Argument dafür, die Anleihekäufe spätestens im März 2017 auslaufen zu lassen.
- Die Marktliquidität wird stark von regulierten **Market Makern** wie Banken oder Wertpapierhäusern beeinflusst. Diese ziehen sich aber durch **verschärfte regulatorische Vorgaben** zunehmend aus dem Markt zurück und konzentrieren sich auf die wenigen verbliebenen

Gesamtverband der Deutschen  
Versicherungswirtschaft e. V.

Wilhelmstraße 43 / 43 G, 10117 Berlin  
Postfach 08 02 64, 10002 Berlin  
Tel.: +49 30 2020-5000  
Fax: +49 30 2020-6000

51, rue Montoyer  
B - 1000 Brüssel  
Tel.: +32 2 28247-30  
Fax: +32 2 28247-39  
ID-Nummer 6437280268-55

**Ansprechpartner:**  
Dr. Klaus Wiener  
Chefvolkswirt  
Mitglied der Geschäftsführung  
E-Mail: k.wiener@gdv.de

Tim Ockenga  
Leiter Abteilung Kapitalanlagen  
E-Mail: t.ockenga@gdv.de

Hendrik Potthoff  
Abteilung Kapitalanlagen  
E-Mail: h.potthoff@gdv.de

[www.gdv.de](http://www.gdv.de)



rentablen Anleihesegmente. Market Maker treten häufig nur noch als reine Vermittler (Broker) auf. Das **Transaktionsrisiko verlagert sich somit von den Market Makern hin zu den Anleihebesitzern.**

- Begünstigt durch historisch niedrige Refinanzierungskosten und niedrige Risikoaufschläge haben Staaten und Unternehmen dem Euro-Raum die **Emissionstätigkeit** in den vergangenen Jahren **stark erhöht**. Dadurch ist es zu einem deutlichen Anstieg der Liquidität auf den Primärmärkten gekommen.
- Auf den Anleihemärkten treten verstärkt **neue Marktteilnehmer auf**, insbesondere **weniger regulierte Investoren** wie Investmentfonds oder Zweckgesellschaften. Deren Anlage-strategien sind häufig kurzfristig ausgerichtet und stark von Faktoren wie der Geldpolitik oder der aktuellen makroökonomischen Datenlage beeinflusst. Im Ergebnis kommt es immer häufiger zu einem Herdenverhalten. Zudem kann der zunehmende elektronische Handel in Stressphasen auftretende Marktverzerrungen noch verstärken.

Der Rückgang der Liquidität hat negative Auswirkungen auf die Anlagetätigkeit der Versicherer. Gestiegene Handelskosten sowie in der Folge niedrigere Renditen sorgen für geringere Erträge, sowohl bei den Unternehmen als auch bei ihren Kunden. Aus der zunehmend schwierigen Liquiditätssituation auf den Anleihemärkten ergeben sich aus Sicht der deutschen Versicherungsgswirtschaft deshalb eine Vielzahl von **Handlungsfeldern**. Zu den wichtigsten zählen:

- Die Geldpolitik darf die Funktionsfähigkeit der Märkte nicht einschränken oder neue Risiken schaffen. **Die negativen Folgen abnehmender Marktliquidität sollten in der Geldpolitik angemessen berücksichtigt werden.**
- Die **Regulierung der Marktteilnehmer und Anleihemärkte** sollte **mit Augenmaß** betrieben werden. Insbesondere Geschäftsbanken müssen weiterhin als Market Maker fungieren können. Regulatorische Vorhaben sollten im Hinblick auf Einschränkungen der Marktliquidität und daraus resultierender Risiken für die Finanzmarktstabilität überprüft und angepasst werden.
- Eine **stärkere Standardisierung von Neuemissionen und ein Abbau der Heterogenität des Anleiheuniversums** in Europa würden die Handelbarkeit sowie die in den jeweiligen Marktsegmenten vorhandene Liquidität deutlich erhöhen.

## I. EINLEITUNG

Zu keiner Zeit in der jüngeren Wirtschaftsgeschichte war die Geldpolitik auf einem derart expansiven Kurs. Leitzinsen wurden in vielen Industrieländern auf null bzw. nahe null Prozent gesenkt. Zur weiteren Stimulierung der Volkswirtschaften und zur Belebung der Inflation betreiben viele der wesentlichen Zentralbanken zudem eine quantitative Geldmengenlockerung. Sollte die Europäische Zentralbank ihr Anleihekaufprogramm wie geplant bis März 2017 umsetzen, werden die Assets in der EZB-Bilanz auf 40 % gemessen am Bruttoinlandsprodukt des Euro-Raums ansteigen. In absoluter Rechnung sind dies mehr als 4.000 Mrd. Euro.

Trotz dieses oftmals als „Geld drucken“ empfundenen Verhaltens, sind viele der erwarteten Effekte bislang ausgeblieben. Die Volkswirtschaft des Euroraums dümpelt nach wie vor auf einem geringen Wachstumspfad vor sich hin und die Inflationsrate ist weit vom Zielwert „kleiner, aber nahe 2 %“ entfernt. Noch bemerkenswerter ist aber vielleicht, dass sich die **Liquiditätssituation auf den Finanzmärkten deutlich eingetrübt** hat. Dies mag angesichts der geldpolitisch induzierten „Geldschwemme“ überraschen, kann aber in großen Teilen mit der quantitativen Geldmengenlockerung erklärt werden. In Deutschland etwa, wo die EZB aufgrund des Kapitalschlüssels gezwungen ist, 23 % ihrer Käufe zu tätigen, **fällt das Nettoangebot an Staatsanleihen drastisch**, denn die Neuverschuldung des deutschen Staates liegt derzeit bei unter null. Nicht minder dramatisch ist die Situation in Markt Bereichen wie **Unternehmensanleihen oder Pfandbriefen**. Insbesondere bei den Unternehmensanleihen ist das Angebot aufgrund des sehr günstigen Zinsniveaus für die Schuldner zwar gestiegen, gleichzeitig kauft die Zentralbank aber auch große Volumina an Papieren in ansonsten weniger großen Märkten.

Neben der **Geldpolitik** gibt es jedoch weitere Faktoren, die das Austrocknen der Anleihemärkte begünstigen. Zu nennen ist hier zum einen eine **schärfere Regulierung**. Wegen der höheren Anforderungen an das Kernkapital führt sie etwa im Bankensektor dazu, dass Geschäftsbanken ihre traditionelle Rolle als „Market Maker“ nicht mehr in dem Umfang wahrnehmen können, wie dies früher der Fall war. In der Folge steigen Geld-Brief-Spannen und Verkäufe müssen - verbunden mit erheblichen Suchkosten - in kleinen Stückelungen vorgenommen werden. Zu den weiteren Faktoren, die einen wesentlichen Einfluss auf die Marktliquidität haben, gehören die **Emissionstätigkeit im Niedrigzinsumfeld** sowie die **Zusammensetzung der Marktteilnehmer** und deren Anlagestrategien.

In der vorliegenden Studie haben wir die Faktoren Geldpolitik, Regulierung, Emissionstätigkeit und Marktteilnehmer einer eingehenden Analyse im Hinblick auf deren Bedeutung für die Marktliquidität unterzogen. Wir kommen zu dem Schluss, dass **drei der vier Haupttreiber die Marktli-**

**liquidität derzeit einschränken.** Bei der Analyse sind wir so granular wie möglich vorgegangen. Zur Beurteilung der zahlreichen Einzelfaktoren haben wir aktuelle Studien analysiert, Marktdaten gesammelt und Gespräche mit Marktteilnehmern geführt. Deshalb halten wir unsere Einschätzungen in der Richtung für verlässlich. Um darüber hinaus quantitative Aussagen zur relativen Größe der Einflussfaktoren treffen zu können, sind indes weitere empirische Analysen erforderlich.

### **Definition Marktliquidität**

Der Begriff Liquidität wird in ganz unterschiedlichen Zusammenhängen verwendet. Gemeint sein kann z. B. eine volkswirtschaftliche Abgrenzung, wie sie durch die Geldmengenaggregate M1 bis M3 erfasst wird. Darüber hinaus wird der Begriff im Zusammenhang mit den Zentralbanken verwendet, denn insbesondere auf den Geld- und Interbankenmärkten sorgen die Zentralbanken mit ihren Refinanzierungsoperationen dafür, dass die Märkte liquide bleiben. Gegenstand dieser Untersuchung ist die sogenannte „**Marktliquidität**“, und hier insbesondere die Liquidität auf den Anleihenmärkten. Hierunter verstehen wir die **Möglichkeit eines Investors, eine Anleihe zeitnah, in der gewünschten Kontraktgröße und ohne signifikanten Einfluss auf den Preis handeln zu können.** Die Fokussierung auf die Liquidität der Anleihenmärkte ist vor allem dem Umstand geschuldet, dass die Assekuranz rund 80 % ihrer Kapitalanlagen in Höhe von 1,5 Billionen Euro auf den festverzinslichen Märkten anlegt und somit ein hohes branchenspezifisches Interesse an diesem Marktsegment vorliegt.

### **Aktuelle Marktbeobachtungen**

Die aktuellen Marktbeobachtungen und die wichtigsten Veränderungen der vergangenen Jahre lassen sich folgendermaßen zusammenfassen:

- Insgesamt ist die **Liquidität in den vergangenen Jahren deutlich gesunken.** Dies trifft allerdings nicht für alle Anleihe-segmente und Emissionen in gleicher Weise zu<sup>1</sup>, jedoch insbesondere bei den Segmenten, die für die Versicherer aufgrund des Niedrigzinsumfeldes stark an Attraktivität zugenommen haben.
- Im Rahmen ihres Anleihekaufprogramms behält die **EZB** einmal erworbene Titel auf ihren Büchern (**Buy-and-Hold**), sodass die Sekundärmarktliquidität stark eingeschränkt wird.
- Für große institutionelle Investoren wie Versicherer wird es immer schwieriger, größere Transaktionsvolumina ohne Teilausführungen oder einen signifikanten Einfluss auf die Kurse zu handeln. Dieser

---

<sup>1</sup> Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Fixed Income Market Liquidity, Januar 2016

Trend äußert sich in dem **Rückgang der Anzahl größerer Transaktionen** und der gesunkenen **durchschnittlichen Größe der Transaktionen**.

- Die abnehmende Marktliquidität führt zu einer **starken Zunahme von Intraday-Schwankungen** und das Auftreten sogenannter „**Flash Crashes**“. Die Stabilität und Konstanz auf den Anleihemärkten sind einer zunehmenden Volatilität gewichen.

#### Staatsanleihen

- Die Geld-Brief-Spanne für Euro-Staatsanleihen ist relativ stabil und bewegt sich **weiterhin in einer engen Bandbreite** bzw. vergleichbar zum Vorkrisenniveau<sup>2</sup>. Allerdings gibt es **negative Auswirkungen großvolumiger Transaktionen auf die Preisfeststellung**. Die Anpassung an eine verschlechterte Liquiditätssituation erfolgt bei Staatsanleihen also primär über eine **kostenintensivere Splittung der Orders und eine gestiegene Dauer bis zur vollständigen Ausführung** der Aufträge.

#### Unternehmensanleihen/Pfandbriefe

- Private Investoren werden durch die EZB aus dem Markt gedrängt („**Crowding Out**“), indem die Zentralbank auch direkt am Primärmarkt tätig ist<sup>3</sup>. **Neuemissionen werden teilweise zu über 50 % von der EZB gezeichnet**. Das Anleihevolumen, das die emissionsbegleitenden Banken an private Investoren wie Versicherer weitergeben könnten, wird somit stark eingeschränkt. Insbesondere bei deutschen Pfandbriefen ist zudem ein Trend hin zu geringeren Emissionsvolumen ( $\leq 500$  Mio. Euro) zu beobachten.
- Die **Geld-Brief-Spannen und Liquiditätsprämien** in Euro denominierter Unternehmensanleihen bewegen sich **oberhalb des Vorkrisenniveaus**<sup>4</sup>. Anders als bei den Staatsanleihen lässt sich die abnehmende Liquidität hier wegen der geringeren Tiefe des Marktes auch an diesen Kennziffern ablesen. Der **Start der Unternehmensanleihekäufe** im Rahmen der Ausweitung des EZB-Programms im Juni 2016 hat die **Liquiditätssituation weiter verschlechtert** und führte temporär sogar zu einem **Austrocknen der Märkte**.

---

<sup>2</sup> Internationaler Währungsfonds, Market Liquidity – Resilient or Fleeting?, Oktober 2015

<sup>3</sup> Commerzbank, Pfandbrief Weekly, 3. Dezember 2015

<sup>4</sup> Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Fixed Income Market Liquidity, Januar 2016 & Bank of England, Financial Stability Report Dezember 2015

- Zudem ist der deutliche **Rückgang sowohl des durchschnittlichen als auch des gesamten Anleiheumschlags** innerhalb des iBoxx EUR Corporate ein weiteres Zeichen für die gesunkene Liquidität<sup>5</sup>.
- Obwohl einige Investment Grade-Anleihen von einer Konzentration des Handels profitieren, überwiegen die negativen Effekte jedoch deutlich. So ist insbesondere bei **High Yield-Anleihen** eine deutliche **Verschlechterung der Liquiditätssituation** zu beobachten. Gründe hierfür sind neben gestiegener Kosten für Banken und Market Maker auch eine höhere Anzahl von Marktteilnehmern (Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage als Zweitrundeneffekt der EZB-Käufe). Im Vergleich zu anderen Anleiheklassen ist die Liquidität von High Yield-Anleihen jedoch **grundsätzlich stärkeren Schwankungen unterworfen**.

## II. VERÄNDERUNGEN DER ANLEIHEMÄRKTE UND IHRE AUSWIRKUNGEN AUF DIE LIQUIDITÄSSITUATION

Marktliquidität wird von unterschiedlichen, teils gegenläufigen, Einflussfaktoren bestimmt. Um die Ergebnisse der Analyse auf einen Blick und intuitiv darzustellen, beginnen wir die nachfolgenden Abschnitte jeweils mit einer kurzen grafischen Zusammenfassung. Mittels so genannter „**Heat Maps**“ stellen wir dar, wie die von uns identifizierten vier Haupteinflussfaktoren **Geldpolitik**, **Regulierung**, **Emissionstätigkeit** und **Marktteilnehmer** die Liquiditätssituation unseres Erachtens beeinflussen. Am Ende der Betrachtung werden die Teilergebnisse zu einem Gesamteffekt aggregiert. Anhand einer Farbskala soll sowohl die Richtung (negativ oder positiv) als auch die Stärke (leicht bis stark bzw. neutral) der einzelnen Effekte sichtbar gemacht werden. Grundlage der Einordnung sind von uns gesammelte Marktdaten, die Analyse einschlägiger Studien sowie Gespräche mit Marktteilnehmern. Für darüber hinaus gehende quantitative Aussagen wären weitere empirische Analysen erforderlich.

### 1. EZB-Politik/Zentralbankpolitik

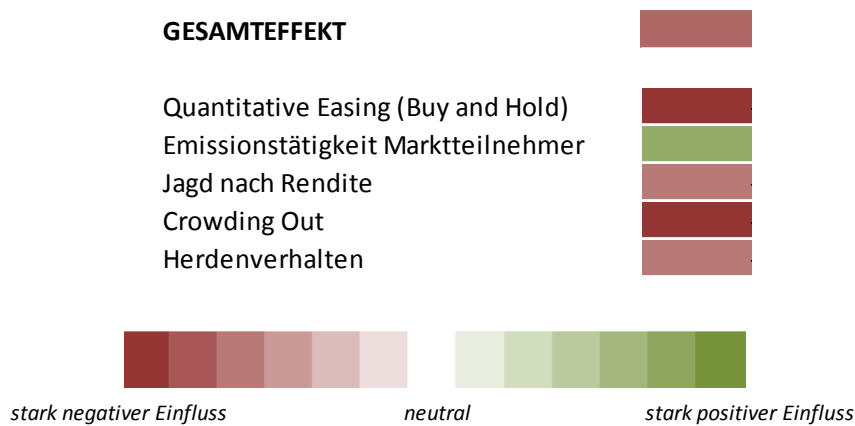
Weltweit haben die wichtigsten Zentralbanken ihre Leitzinsen auf neue Rekordtiefststände gesenkt. Nachdem die zinspolitischen Spielräume quasi ausgeschöpft sind, wurden zunehmend auch eher unkonventionelle Maßnahmen wie die Ausweitung der Zentralbankbilanz mittels umfangreicher Wertpapierkäufe ergriffen. Hierdurch versuchen die Zentralbanken einen direkten Einfluss u. a. auf Vermögenspreise, Renditen und Finanzierungsbedingungen innerhalb des jeweiligen Währungsraumes zu nehmen.

---

<sup>5</sup> UBS, Corporate Bond Market Liquidity – Investor View, November 2014

Durch das Anleiheaufkaufprogramm beeinflusst die EZB die Liquiditätssituation auf den Anleihemärkten zusehends negativ.

### *Einfluss der EZB-Politik / Zentralbankpolitik auf die Liquiditätssituation*

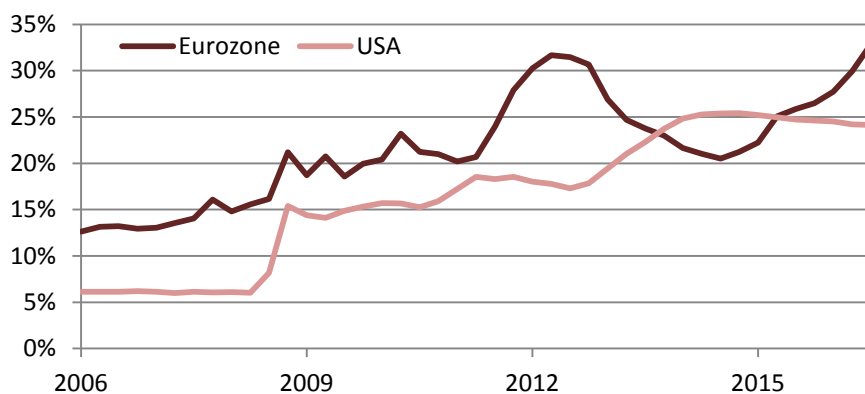


### Marktveränderungen

- Die extrem lockere **Geldpolitik der EZB führt zu Verwerfungen auf den Anleihemärkten**. Vielfach werden die **Risiken nicht mehr angemessen bepreist, sodass** erzielbare Renditen nicht mehr im Einklang mit den Fundamentaldaten stehen. Wohl markantester Ausdruck dieses Phänomens ist die Tatsache, dass die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe am 14. Juni d. J. zum ersten Mal in der Wirtschaftsgeschichte negativ wurde – und dass in einer Volkswirtschaft, wo Beschäftigung und Ausbringung seit einigen Jahren deutlich steigen, eine deflatorische Entwicklung mithin nicht zu erkennen bzw. zu befürchten ist. Ebenso bemerkenswert ist die Tatsache, dass die Rendite 10-jähriger italienischer Staatsanleihen mittlerweile auf etwas mehr als 1 % gefallen ist, trotz Bankenkrise und unverändert hoher Staatsverschuldung am Rande der Schuldentragfähigkeit.
- Weltweit treten **Zentralbanken** im Rahmen von „**Quantitative Easing**“-Programmen (QE) als **bedeutende Marktteilnehmer** und **Konkurrenten zu Versicherern** auf den Anleihemärkten auf. Somit agieren sie als **Buy-and-Hold-Investoren** und entziehen den Märkten Liquidität. Solange wie die EZB an ihrer Entscheidung festhält, die Mittel fälliger Anleihen zu reinvestieren<sup>6</sup>, wird die EZB-Bilanz auch nach Beendigung von QE aufgebläht bleiben (vgl. Abb. 1).

<sup>6</sup> Europäische Zentralbank, Introductory Statement to the Press Conference, 3. Dezember 2015

**Abb. 1:** Entwicklung ausgewählter Zentralbankbilanzen in Prozent des jeweiligen Bruttoinlandproduktes



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

### Auswirkungen

- **Trotz steigender Zentralbankliquidität** innerhalb des europäischen Wirtschaftssystems ist ein **Rückgang der Handelsliquidität** auf den meisten Anleihesekundärmärkten zu beobachten<sup>7</sup>.
- Das aktuelle **EZB-Anleiheaufkaufprogramm entzieht dem Markt in erheblichem Ausmaß Liquidität** (mehr als 1,7 Billionen Euro bis März 2017). Insgesamt steigt die Bilanz der EZB damit auf fast 4 Billionen Euro.
- **Bisher sind noch keine Engpässe in Bezug auf das Anleiheaufkaufprogramm der EZB für Staatsanleihen** aufgetreten, da aktuell noch genügend Marktteilnehmer auf der Angebotsseite zur Verfügung stehen. Hierzu gehören insbesondere ausländische Zentralbanken und Devisenreservenmanager. **Ohne eine Anpassung** der Bedingungen für den Kauf von Staatsanleihen (z. B. Entkopplung vom Einlagenzins oder Erhöhung des maximalen Kaufvolumens einer Emission) dürfte die planmäßige Weiterführung des Programms indes schon bald zu **Engpässen** führen – und hier aufgrund der fehlenden Neuverschuldung insbesondere bei deutschen Staatsanleihen.
- Bei **Unternehmensanleihen** und **Covered Bonds** kommt es aufgrund des im Vergleich zu den Staatsanleihen kleinen Marktes bereits zu **massiven Marktverzerrungen**. Die Anleihekäufe der EZB haben zur Folge, dass das Angebot an Neuemissionen die Nachfrage nicht mehr decken kann und es zu einem temporären Austrocknen dieser Märkte kommt. Private Investoren wie Versicherer wer-

<sup>7</sup> PWC, Global Financial Markets Liquidity Study, August 2015

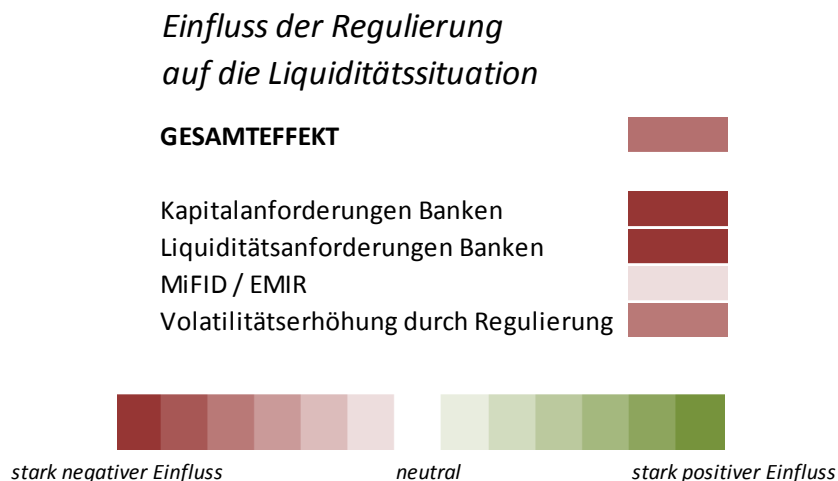


den zunehmend vom Markt verdrängt („**Crowding Out**“). Außerdem reduziert sich durch das Buy-and-Hold der EZB die Liquidität auf den Sekundärmärkten. Die Verdrängung aus den Anleihenmärkten ist eines der geldpolitischen Ziele der EZB, um die Nachfrage z. B. nach Aktien zu erhöhen (Stichworte: Finanzierung der Realwirtschaft, Vermögenseffekte). Den Aktieninvestments aber sind zumindest institutionellen Investoren durch die hohe Eigenmittelunterlegung unter Solvency II enge Grenzen gesetzt, sodass sich der Anlagentstand hier zusätzlich erhöht.

- Das anhaltende Niedrigzinsumfeld und die Suche nach höherrentierlichen Anlagen und Diversifikation führen zu **signifikanten Umschichtungen** innerhalb der Portfolien institutioneller Investoren. Umschichtungen und das Festhalten an Papieren mit noch als auskömmlich empfundenen Renditen fördern insbesondere bei **Unternehmensanleihen, Agencies und Supranationals Marktstörungen** und tragen zu einer **schlechteren Preisbildung** bei.

## 2. Regulatorische Vorgaben

Die Akteure an den Anleihenmärkten sind unterschiedlichen regulatorischen Vorgaben unterworfen. Diese beeinflussen nicht nur die Anlagepolitik, sondern bilden die Motivationsgrundlage dafür, sich auf bestimmte Anleihe-segmente (kurze oder lange Laufzeiten) zu konzentrieren oder sich aus einigen Märkten (vollständig) zurückzuziehen. Banken stehen hier besonders im Fokus, da sie als Market Maker eine wichtige Funktion für effiziente Märkte erfüllen. Die regulatorischen Eingriffe haben also einen direkten Einfluss auf die Liquiditätssituation auf den Anleihenmärkten und werden daher im Folgenden näher untersucht.



## Marktveränderungen

- Die Politik hat auf die Verwerfungen im Zuge der weltweiten Finanzkrise mit **verschärften regulatorischen Vorgaben**<sup>8</sup> reagiert. Dazu gehören z. B. erhöhte Kapital- und Liquiditätsanforderungen für Banken, gestiegene Anforderungen an Sicherheiten im Derivatehandel durch EMIR sowie Transparenz im Zuge von MiFID.

## Auswirkungen

- Banken geben unrentable Geschäftsbereiche wie den Eigenhandel und das Market Making auf oder reduzieren sie, um Kapital optimaler zu allokalieren und rentable Geschäftsbereiche zu stärken (**vgl. Abb. 2**). In der Folge kommt es zu einer **Konzentration auf Märkte, die bereits eine hohe Liquidität aufweisen**<sup>9</sup>. Hier ist die erforderliche Risikovorsorge geringer und mithin der Ertrag höher. Im Ergebnis **nimmt die Liquidität auf weniger tiefen Märkten weiter ab**.
- In starken **Stressphasen** mit hohem Verkaufsdruck **reduzieren** die verbliebenen **Market Maker** die eingegangenen **Risiken zusätzlich und ziehen sich aus dem Markt zurück**<sup>10</sup>. Da die Risikosteuerung der Market Maker häufig auf Basis von Value-at-Risk-Ansätzen erfolgt, schränkt ein Anstieg der Volatilität die Möglichkeit der Banken, Anleihen auf ihre eigenen Bücher zu nehmen und in Stressphasen als Käufer aufzutreten, stark ein.
- Die **Banken** haben aufgrund aufsichtsrechtlicher Vorgaben und der durch die Geldpolitik gesetzten Anreize in den vergangenen zehn Jahren ihre **Bestände an Staatsanleihen signifikant ausgebaut**<sup>11</sup> und sind zur Sicherung stabiler Einkommensströme de facto zu Buy-and-Hold-Investoren in diesem Bereich geworden. Im Zeitraum von 2005 bis 2014 haben die Banken dem Euro-Raum ihren Bestand an Staatsanleihen auf ein Volumen von fast 3 Billionen Euro verdoppelt<sup>12</sup>. Das Volumen des EZB-Anleiheaufkaufprogramms (APP) liegt im Vergleich dazu bei ca. 1,7 Billionen Euro (bis März 2017).
- **Vereinheitlichte Regulierungsregeln** aufgrund von Marktwertbewertungen und Barwertsichtweise können **Prozyklizität und**

---

<sup>8</sup> PWC, Global Financial Markets Liquidity Study, August 2015

<sup>9</sup> Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Market-Making and Proprietary Trading: Industry Trends, Drivers and Policy Implications, November 2014

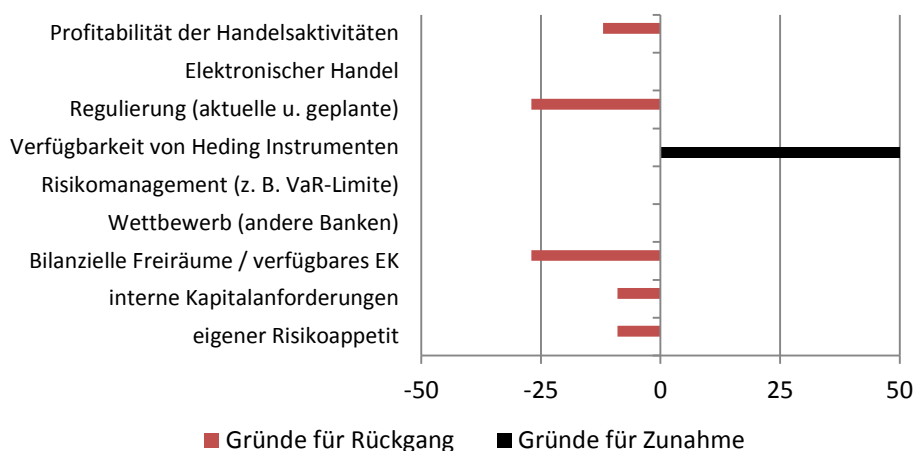
<sup>10</sup> Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Shifting Tides – Market Liquidity and Market-Making in Fixed Income Instruments, März 2015

<sup>11</sup> Institut der Deutschen Wirtschaft, Konjunkturprognose Frühjahr 2014, Geldpolitik und Finanzmärkte, 2014

<sup>12</sup> Europäische Zentralbank, Statistical Data Warehouse, 2016

**Volatilität erhöhen.** So sind z. B. Basel III, Solvency II und Value at Risk-basierte Risikomanagementsysteme ähnlich strukturiert und folgen vergleichbaren Prinzipien<sup>13</sup>.

**Abb. 2:** Gründe für Änderungen im Market Making bzw. die Fähigkeit, Marktliquidität für Anleihen innerhalb des Euro-Raums anzubieten (Auswertung für das Jahr 2015 in Prozent)\*



Quelle: EZB, Survey on credit terms and conditions in euro-denominated securities financing and OTC derivatives markets (SESFOD), Dezember 2015

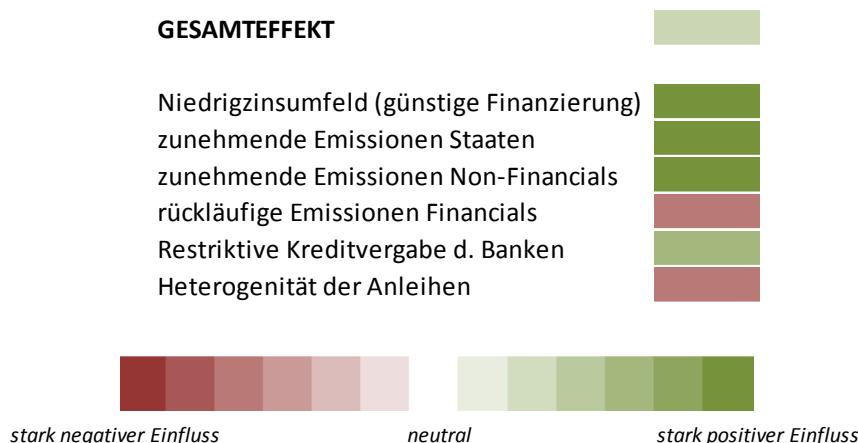
\*Umfrageteilnehmer (große Banken und Händler, die innerhalb Euro-denominierter Anleihemärkte aktiv sind) mussten den wichtigsten, zweitwichtigsten und dritt wichtigsten Grund für Veränderungen im Market Making aus einer Liste vorgegebener Antworten angeben. Die Prozentwerte zeigen an, wie viele der Umfrageteilnehmer den jeweiligen Grund entweder als wichtigsten, zweitwichtigsten oder dritt wichtigsten genannt haben.

### 3. Emissionstätigkeit

Staaten, Unternehmen und Finanzinstitute emittieren Anleihen, um sich zu (re-)finanzieren. Günstige Finanzierungsbedingungen aufgrund des Niedrigzinsumfeldes haben zu einem deutlichen Anstieg der Emissionstätigkeit geführt. Neuemissionen werden am Primärmarkt gehandelt. Dabei werden die Anleihen direkt bei Investoren oder indirekt mittels Banken und ohne den Einsatz einer Börse platziert. Als Sekundärmarkt wird der Anleihenhandel nach Erstausgabe bezeichnet. Der Handel findet dort entweder über eine Börse oder – wie bei Anleihen häufig üblich – außerbörslich und direkt zwischen den Finanzmarktteilnehmern statt.

<sup>13</sup> AllianceBernstein, Die Anleihen-Liquiditätskrise und der richtige Umgang damit, September 2015

## *Einfluss der Emissionstätigkeit auf die Liquiditätssituation*



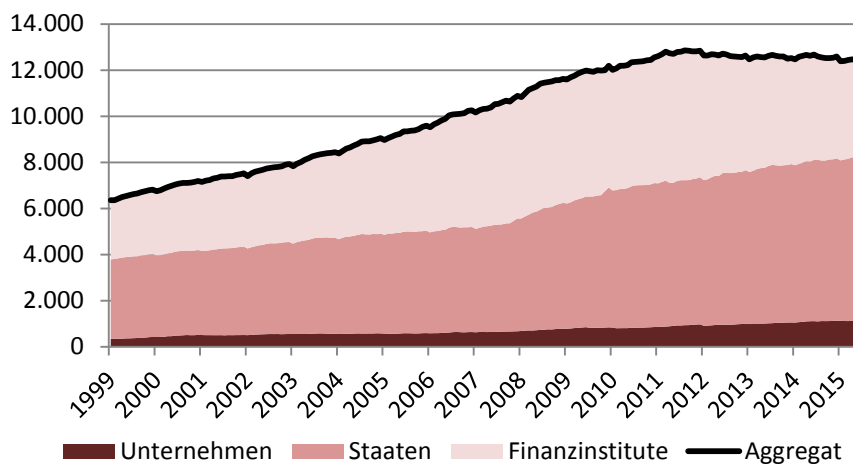
### Marktveränderungen

- **Bei Staaten und Unternehmen ist eine stark erhöhte Emissionstätigkeit zu beobachten (vgl. Abb. 3)**, da diese von den niedrigen Zinsen profitieren wollen. Die Staaten im Euro-Raum haben durch die Rettung der Banken umfangreiche Risiken aus dem Finanzsektor übernommen, sodass in den vergangenen Jahren ein erhöhter Refinanzierungsbedarf bestand. Zudem stehen Banken nicht mehr im gleichen Umfang wie vor der Finanzkrise als Finanzierungsquelle für Unternehmen zur Verfügung oder werden aus strategischen Erwägungen weniger in Anspruch genommen (Stichwort: De-Leveraging des Bankensektors<sup>14</sup>).
- Trotz der Staatsschuldenkrise, in deren Verlauf die Verschuldung einiger Länder an den Rand der Tragfähigkeit gekommen ist, hat das Gros der Staaten aus dem Euroraum seine Verschuldung gemessen am Bruttoinlandsprodukt weiter ausgeweitet<sup>15</sup>. Ein schwaches Wirtschaftswachstum und historisch günstige Finanzierungsbedingungen haben eine echte **Schuldenkonsolidierung** bisher verhindert. Zudem erhöht sich aufgrund von Protestbewegungen in vielen Ländern die Gefahr, dass die Staatsausgaben wieder steigen. Die **Emissionstätigkeit im Bereich von Staatsanleihen** dürfte deshalb hoch bleiben.
- Die Ankündigung und Umsetzung des EZB-Anleiheaufkaufprogramms hat den Trend bei Unternehmen, Bankkredite durch eine **Refinanzierung am Kapitalmarkt** zu ersetzen, weiter verstärkt.

<sup>14</sup> Europäische Zentralbank, Banking Structures Report, Oktober 2014

<sup>15</sup> Europäische Zentralbank, Statistical Data Warehouse, 2016

**Abb. 3:** Marktvolumen ausstehender europäischer Anleihen nach Emittenten in Mrd. Euro



Quelle: EZB, Statistical Data Warehouse, 2016

### Auswirkungen

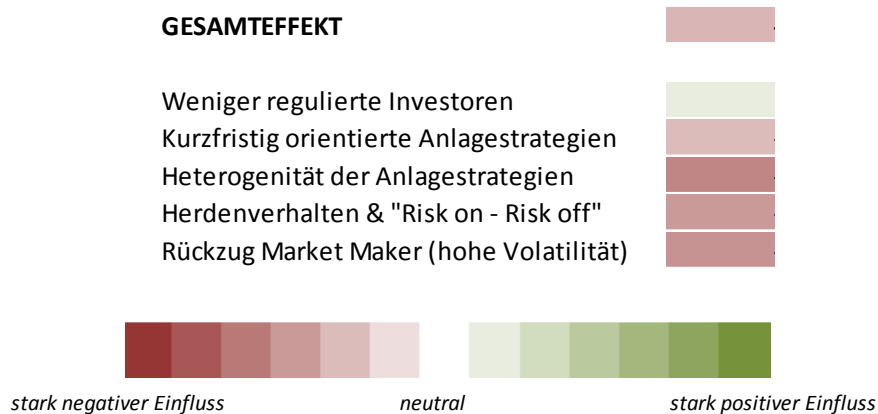
- Das stark **steigende Angebot** an neuen Anleihen wirkt sich grundsätzlich **positiv** auf die Liquiditätssituation aus, von der Anleihekäufer in besonderem Maße profitieren. Insbesondere dann, wenn bereits vorhandene Emissionstranchen aufgestockt werden. Für Anleiheverkäufer wirkt sich die gestiegene Emissionstätigkeit allerdings eher negativ aus.
- Die Kombination aus Niedrigzinsumfeld und Anleiheaufkaufprogramm führt zu stark **steigenden Volumina auf den Primärmärkten** bei gleichzeitig **abnehmender Liquidität auf den Sekundärmärkten**. Gerade letztere aber sind für das effiziente Funktionieren des Kapitalmarktes von großer Bedeutung.

## 4. Marktteilnehmer und Zusammensetzung

Die Marktteilnehmer treten als Anbieter und Nachfrager von Liquidität auf. Nicht nur für die Marktliquidität innerhalb einzelner Segmente, auch für die jeder einzelnen Anleihe ist es entscheidend, wie sich die Marktteilnehmer zusammensetzen und welche Anlagestrategien sie verfolgen. Wesentliche Fragen hierbei sind: Werden die ausstehenden Anleihen von nur wenigen großen Investoren gehalten, wie hoch ist der Anteil der Buy-and-Hold-Investoren und wie heterogen sind die Anlagestrategien der Marktteilnehmer? Nach Abwägung der von uns untersuchten Einflussfaktoren können wir aktuell einen leicht negativen Einfluss auf die Liquiditätssituation fest-

stellen, vor allem in Stressphasen. Das Verhalten von Marktteilnehmern und ihre Zusammensetzung als unmittelbare Folge von Regulierung werden hier nicht weiter diskutiert, da bereits im Kapitel II 3. behandelt.

### *Einfluss der Marktteilnehmer auf die Liquiditätssituation*



### Marktveränderungen

- **Weniger regulierte Investoren treten verstärkt als neue Marktteilnehmer auf.** Diese stellen zusätzliche Liquidität bereit, aber erhöhen auch die Nachfrage nach Liquidität. Zu den weniger regulierten Investoren zählen insbesondere Investmentfonds oder Anbieter alternativer Anlagen (PrivateEquity-Fonds, Hedgefonds).
- Die **Anlagestrategien** der weniger regulierten Investoren weisen eine **höhere Abhängigkeit von Faktoren wie der Zentralbankpolitik oder dem aktuellen makroökonomischen Datenkranz** auf<sup>16</sup>. Auf der Jagd nach Rendite und kurzfristigen Erträgen können fundamentale und risikoorientierte Anlageentscheidungen in den Hintergrund treten.
- Die **zunehmende Bedeutung des elektronischen Handels** steigert die Attraktivität der Anleihemärkte für **Algorithmus- und Hochfrequenzhändler**. Von 2012 bis 2015 ist der Anteil der elektronisch abgewickelten Transaktionen bei europäischen Staatsanleihen von etwa 45 % auf 60 % angestiegen. Bei Investment Grade-Unternehmensanleihen ist der Anteil sogar von weniger als 20 % auf 40 % gewachsen<sup>17</sup>.

<sup>16</sup> AllianceBernstein, Die Anleihen-Liquiditätskrise und der richtige Umgang damit, September 2015

<sup>17</sup> Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Electronic Trading in Fixed Income Markets, Januar 2016

- **Das Anlagevolumen eher kurzfristig orientierter, offener Rentenfonds ist weltweit stark angestiegen**<sup>18</sup>. In sehr kurzer Zeit kann es hier zu hohen Mittelzu- oder -abflüssen kommen. In Anleihemärkten mit geringer Markttiefe kann dies in Stressphasen zu höherer Volatilität und einem Austrocknen der Märkte führen.

### Auswirkungen

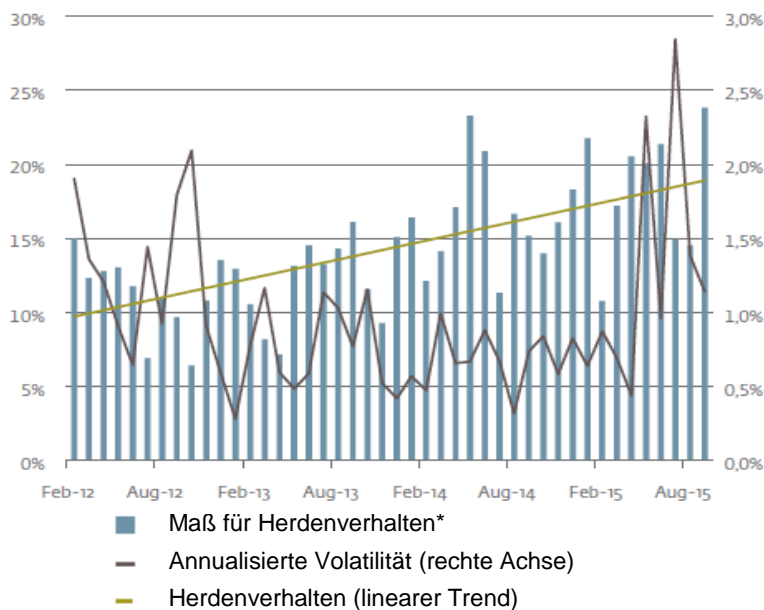
- Obwohl zusätzliche Marktteilnehmer die Liquiditätssituation verbessern können, hängt die **Liquiditätsbereitstellung bei weniger liquiden und außerbörslich gehandelten Anleihen** weiter signifikant von den **Market Makern** ab.
- Studien deuten darauf hin, dass sich **weniger regulierte Investoren auf den Handel mit liquiden und standardisierten Finanzprodukten konzentrieren**<sup>19</sup>. Daher ist von ihrem Markteintritt nur ein geringer positiver Effekt auf die allgemeine Liquiditätssituation zu erwarten.
- Heterogene Anlagestrategien der Marktteilnehmer wirken sich positiv auf die Liquiditätssituation aus. Die neu in den Markt eingetretenen Investoren verfolgen jedoch überwiegend **ähnliche Anlagestrategien**, sodass sich die **Konkurrenz um Liquidität in bestimmten Marktsegmenten erhöht**.
- In letzter Zeit ist eine **Zunahme von Herdenverhalten** (vgl. Abb. 4) bzw. so genannten „**Crowded Trades**“ zu beobachten. Marktteilnehmer haben ähnliche Anlageüberzeugungen und Markterwartungen und geben gleichgerichtete Kauf- oder Verkaufsaufträge ab<sup>20</sup> (z. B. „**Risk on – risk off**“-Phasen). In engen Anleihemärkten kann dies **extreme Preisschwankungen** zur Folge haben, da Investoren kurzfristige Marktschwankungen aus Ertragsgesichtspunkten nicht aussitzen können oder wollen und z. B. zum Verkauf gezwungen sind. Im **Extremfall** finden Investoren keine Abnehmer für ihre Anleihen.

<sup>18</sup> Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Fixed Income Market Liquidity, Januar 2016 & 85<sup>th</sup> Annual Report, 28. Juni 2015

<sup>19</sup> Deutsche Bundesbank, Finanzmarktstabilitätsbericht 2014

<sup>20</sup> Internationaler Währungsfonds, Global Financial Stability Report, April 2015

**Abb. 4:** Herdenverhalten bei Investmentfonds, die in deutsche Staatsanleihen investieren (in Prozent)



Quelle: DeNederlandscheBank, *A shock to the system? – Market illiquidity and concentrated holdings in European bond markets, 2016*

\* Das Maß für Herdenverhalten zeigt den Anteil der Fonds, die Nettokäufer oder –verkäufer von deutschen Staatsanleihen an einem bestimmten Tag sind. An mehreren Tagen während der Stressphase des Bund Tantrums (2. Quartal 2015) waren mehr als 25 % der Fonds, die in deutsche Staatsanleihen investieren, Nettoverkäufer. Dies ist beachtlich, da das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen bei ca. 40 % der ausstehenden Anleihen liegt.

- **Algorithmus- und Hochfrequenzhändler** sorgen in Stressphasen mit geringer Liquidität (z. B. Bund Tantrum im Mai/Juni 2015) für eine **Zunahme der Volatilität** an den Kassa- und Futuresmärkten; insbesondere im Intraday-Handel<sup>21, 22</sup>. In derartigen Situationen können **Market Maker** aufgrund interner Vorgaben (z. B. Value at Risk-Limite) gezwungen sein, sich **aus dem Markt zurückzuziehen**. Dann fehlt ein wichtiger Teilnehmer, der die Anleihemärkte beruhigen und kurzfristige Angebots- oder Nachfrageüberhänge überbrücken könnte, ohne eine extreme Anpassung des Gleichgewichtspreises auszulösen.

<sup>21</sup> U.S. Department of the Treasury, Joint Staff Report, The U.S. Treasury Market on October 15, 2014, Juli 2015

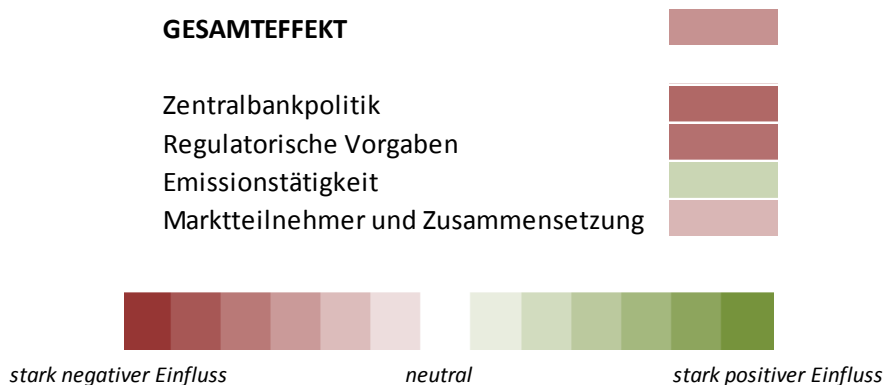
<sup>22</sup> Deutsche Bundesbank, High-Frequency Trading in the Bund Futures Market, Juni 2016



### III. FOLGEN FÜR DIE ANLAGEAKTIVITÄTEN DER VERSICHERER

Versicherer bewegen sich in einem Umfeld, das neben niedrigen Zinsen insbesondere durch eine hohe Regulierungsintensität und eine extrem akkommodierende Geldpolitik der Zentralbanken gekennzeichnet ist. Kapitalanlageentscheidungen werden von mangelnder Liquidität bei Anleihen bzw. einer erschwerten Einschätzung der zukünftigen Liquiditätsentwicklung negativ beeinflusst, da diese Auswirkungen auf die Preissetzung, die Durchführbarkeit von Transaktionen, die Handelskosten sowie die Risikoeinschätzung und den Risikoappetit von Investoren haben. So könnte z. B. der zur Finanzierung der Zinszusatzreserve<sup>23</sup> erforderliche Handel von Anleihen negativ beeinflusst werden. Der Verkauf höherverzinslicher Altbestände ist dann möglicherweise nur mit hohen Abschlägen und der Inkaufnahme höherer Handelskosten möglich.

#### *Einfluss auf die Liquiditätssituation Zusammenfassung*



- In der **Neu- und Wiederanlage** investieren Versicherer im Rahmen ihrer Risikotragfähigkeit aktuell verstärkt in **längere Laufzeiten und in Anleihen mit geringeren Ratings** (insbesondere Rating-Drift). Diese Marktsegmente weisen eine deutlich geringere Liquidität als andere Segmente auf, was zu einer **gestörten Preisbildung** führen kann. Händler sind entweder nicht in der Lage, Preisindikationen zu nennen, oder zu den gestellten Preisen kommt kein Handel zu Stande.
- Aktuell weist ein Großteil der ausstehenden Euro-Staatsanleihen eine negative Rendite auf. Durch die selbst auferlegte Vorgabe, keine Anleihen mit einer Rendite unterhalb des aktuellen Einlagenzinseszinses von -0,4 % zu kaufen, tendieren die Anleihekäufe der EZB eher in den längerfristigen Bereich. **Anleihen mit längeren Laufzei-**

<sup>23</sup> Handelsrechtliche Rückstellung, die wegen des Niedrigzinsumfeldes als zusätzlicher Puffer zur Sicherstellung von Garantien aufgebaut wird.

ten werden dadurch zunehmend nachgefragt, was sich negativ auf die Sekundärmarktliquidität insbesondere dieser Titel auswirkt.

- Aufgrund abnehmender Markttiefe und verminderter Markt elastizität **nimmt die Handelbarkeit größerer Orders stark ab**. Die geringere Liquidität muss durch **Splittung der Handelsaufträge** ausgeglichen werden. Dadurch kommt es zu einer **Erhöhung der Handelskosten**<sup>24</sup>, sofern eine effiziente Abwicklung durch elektronischen Handel nicht möglich ist.
- Die **Ausweitung von Geld-Brief-Spannen** erhöht die **Handelskosten**. Bei Staatsanleihen erfolgt die Marktanpassung bisher primär über **gesunkene Transaktionsvolumen** und **gestiegene Ausführungszeiten**<sup>25</sup>.
- Marktliquidität hat unmittelbare Auswirkungen auf die aktuelle **Bewertung der Kapitalanlagen** (Mark-to-Market vs. Mark-to-Model). Wirtschaftsprüfer stellen erhöhte Anforderungen an Mark-to-Model-Bewertungen (z. B. Level I – III unter IFRS), wodurch der Aufwand steigt. Gleichzeitig werden die Bewertungen schwieriger bzw. unzuverlässiger.
- **Höhere Volatilität auf den Anleihenmärkten erhöht die Bilanzvolatilität** und die **Volatilität der Kapitalposition** der Versicherer. Unter Solvency II werden die Marktwertschwankungen der Kapitalanlagen nicht vollständig durch eine geänderte Bewertung der versicherungstechnischen Rückstellungen ausgeglichen.

#### IV. MÖGLICHE HANDLUNGSFELDER

Die Liquidität auf den Anleihenmärkten ist von hoher Bedeutung für institutionelle Investoren. Mangelnde Liquidität hat einen negativen Einfluss auf die Kapitalanlagemöglichkeiten und die Kapitalerträge der Versicherer und damit letztlich auch auf die erzielbare Rendite für die Kunden von Versicherern. Um die Liquiditätssituation wieder zu verbessern und die Funktionsfähigkeit der Anleihenmärkte dauerhaft zu sichern, sind aus unserer Sicht folgende Handlungsfelder zu nennen:

1. Die Europäische Zentralbank sollte bei der Wahl der Maßnahmen zur Umsetzung ihrer Geldpolitik stärker die **negativen Folgen für die Liquiditätssituation** an den Anleihenmärkten berücksichtigen.

---

<sup>24</sup> Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2014

<sup>25</sup> Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Fixed Income Market Liquidity, Januar 2016

Die **Funktionsfähigkeit der Märkte** muss erhalten, die **Entstehung neuer Stabilitätsrisiken** verhindert werden.

2. Um die Liquiditätssituation an den Rentenmärkten nicht noch weiter zu verschärfen, sollte die **Regulierung im Bankensektor mit Augenmaß** betrieben werden. Geschäftsbanken müssen ihre traditionelle **Rolle als Market Maker** wieder stärker wahrnehmen können. Gesetzgeber und Aufseher müssen eine **Überprüfung** bestehender und laufender **regulatorischer Vorhaben** im Hinblick auf Auswirkungen auf **Marktliquidität** und die **Vermeidung neuer Risiken für die Finanzmarktstabilität** vornehmen (Basel III, EMIR, Kapitalmarktunion bzw. MiFID).
3. Eine verstärkte **Standardisierung von Neuemissionen und Abbau der Heterogenität** des Anleiheuniversums erhöht die Handelbarkeit und konzentriert die vorhandene Liquidität auf weniger Anleihen. Dadurch können neue Marktteilnehmer angezogen oder bestehenden Marktteilnehmern der Ausbau ihrer Aktivitäten erleichtert werden. In diesem Zusammenhang werden die geplanten Maßnahmen zur Stärkung der Kapitalmarktunion in der EU begrüßt.
4. **Staatsanleihen** haben eine große Bedeutung für das **Angebot auf den Rentenmärkten**. Die Euroländer sollten deshalb für **regelmäßige Emissionen über alle Laufzeitsegmente** sorgen und nicht der Versuchung erliegen, über vermehrte Emissionen kurzfristiger, negativ verzinsten Anleihen den Haushalt temporär zu entlasten. Angesichts einer früher oder später zu erwartenden – zumindest ansatzweisen – Normalisierung des Zinsniveaus läge eine starke Durationsverkürzung in den Portfolien der öffentlichen Hand nicht im Interesse der Steuerzahler.
5. Die **Rechnungslegungsvorschriften und Aufsichtsregime** für Versicherer bedürfen einer **kritischen Überprüfung**. Stichtags- und Marktwertbetrachtungen sollten nicht zu einer regulatorisch getriebenen bzw. künstlichen **Volatilität der Unternehmensergebnisse** führen. Bei einer Marktwertbetrachtung müssen beide Seiten der Bilanz elastisch auf Zinsänderungen reagieren, damit es nicht zu **regulatorisch bedingten Ungleichgewichten** kommt.

Berlin, den 28.10.2016