

MAKRO UND MÄRKTE KOMPAKT⁰⁶

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.

№ 06 OKTOBER 2016
THEMA: **LIQUIDITÄT AUF DEN
ANLEIHEMÄRKTEN**

CHEFVOLKSWIRT
Dr. Klaus Wiener

Tim Ockenga
Hendrik Potthoff

Dürre trotz Geldflut

Als größte institutionelle Investoren am Kapitalmarkt sind Versicherer in besonderem Maße auf liquide Anleihemärkte angewiesen. **Fehlende Marktliquidität** hat einen **negativen Einfluss auf die Anlagemöglichkeiten und führt zu verringerten Kapitalerträgen**. Davon sind nicht nur die Unternehmen, sondern gerade auch die Versicherungskunden betroffen. Deshalb sollten bei der Regulierung und Geldpolitik mögliche Auswirkungen auf die Marktliquidität angemessen berücksichtigt werden.

- ▶ Die **Liquiditätssituation** auf den Anleihemärkten hat sich in den vergangenen Jahren **spürbar verschlechtert**. Wir identifizieren die Haupttreiber.
- ▶ Vor allem das **EZB-Anleiheaufkaufprogramm entzieht dem Markt massiv Liquidität**. Dies führt insbesondere bei Unternehmensanleihen und Pfandbriefen zu einem spürbaren Austrocknen der Märkte. Neben anderen negativen Nebenwirkungen der aktuellen Geldpolitik ist dies ein weiteres Argument für eine **baldige Beendigung des Anleihekaufprogramms** der EZB.
- ▶ Marktliquidität wird **stark von Market Makern wie Banken oder Wertpapierhäusern beeinflusst**. Die **Regulierung** dieser Market Maker muss **mit Augenmaß** erfolgen, damit sie ihre wichtige Funktion auf den Kapitalmärkten erfüllen können.

Die Bedeutung von Liquidität für Investoren

Der Begriff Liquidität wird in unterschiedlichen Zusammenhängen verwendet. Aus volkswirtschaftlicher Sicht können hier Geldmengenaggregate ebenso gemeint sein wie die Liquiditätssituation auf den Interbankenmärkten. Aus Sicht der Versicherer als Kapitalanleger ist insbesondere die sogenannte „**Marktliquidität**“ auf den Anleihemärkten von Bedeutung. Darunter wird die Möglichkeit eines Investors verstanden, **eine Anleihe zeitnah, in der gewünschten Kontraktgröße und ohne signifikanten Einfluss auf den Preis handeln zu können**. Die Marktliquidität wird durch eine Vielzahl von Einflussfaktoren bestimmt. Zu den wichtigsten gehören die Geldpolitik, der Regulierungsrahmen, die Emissionstätigkeit sowie das Verhalten der Marktteilnehmer.

Aus einschlägigen Studien, einer Analyse der Datenlage und Gesprächen mit Marktteilnehmern ergibt sich ein klares Bild: Die Marktliquidität an den Rentenmärkten hat in den vergangenen Jahren deutlich abgenommen. Von einigen Institutionen wird jedoch der Eindruck erweckt, dass eine abnehmende Liquidität keine gravierenden Folgen für die Marktteilnehmer hat. Das ist nicht der Fall, vielmehr ist **abnehmende Marktliquidität aus Sicht institutioneller Investoren wie Versicherern ein ernst zu nehmendes Problem**. Mangelnde Liquidität bei Anleihen bzw. eine erschwerte Einschätzung der zukünftigen Liquiditätsentwicklung beeinflussen die Kapitalanlagen deutlich negativ und erhöhen die Gefahr von Verwerfungen auf den Kapitalmärkten, gerade in Stressphasen.

Gründe für die abnehmende Marktliquidität auf den Rentenmärkten

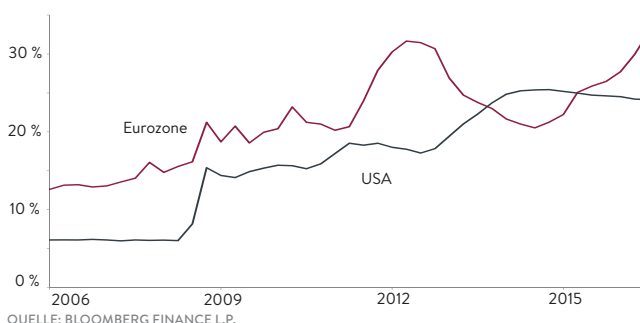
Zu keiner Zeit in der jüngeren Wirtschaftsgeschichte war die Geldpolitik auf einem derart expansiven Kurs. Leitzinsen wurden in vielen Industrieländern auf null bzw. nahe null Prozent gesenkt. Zur weiteren Stimulierung der Volkswirtschaften und zur Belebung der Inflation betreiben viele der wesentlichen 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. EUR. Begünstigt durch historisch niedrige Refinanzierungskosten und niedrige Risikoaufschläge haben überdies Staaten und Unternehmen der Eurozone die **Emissionstätigkeit** in den vergangenen Jahren stark erhöht. Dadurch kommt es zu einem deutlichen Anstieg der Liquidität auf den Primärmärkten. Trotz dieser beispiellosen Flutung der Kapitalmärkte mit billigem Geld und gestiegener Emissionstätigkeit hat sich bemerkenswerterweise die **Liquiditätssituation** auf den Finanzmärkten in den vergangenen Jahren **insgesamt deutlich eingetrübt**. Dies trifft insbesondere für Segmente zu, die für die Versicherer aufgrund des Niedrigzinsumfelds stark an Attraktivität gewonnen haben.

Diese Entwicklung kann in großen Teilen mit der **Geldpolitik der EZB** erklärt werden. In Deutschland etwa, wo die EZB auf Grund des Kapitalschlüssels gezwungen ist, 23 % ihrer Staatsanleihenkäufe zu tätigen, fällt das Nettoangebot an Staatsanleihen drastisch, denn die Neuverschuldung des deutschen Staates liegt derzeit bei unter null. Im Rahmen ihres Anleihekaufprogramms agiert die EZB als „buy-and-

hold“-Investor, sodass die Sekundärmarktliquidität stark eingeschränkt wird. Solange die EZB an ihrer Entscheidung festhält, die Mittel fälliger Anleihen zu reinvestieren, wird die EZB-Bilanz auch selbst bei Beendigung des Quantitative Easing-Programms aufgebläht bleiben. Dies führt bei Staatsanleihen zu erheblichen und dauerhaften Marktverwerfungen. Die Anpassung an eine verschlechterte Liquiditätssituation erfolgt bei Staatsanleihen primär über eine kostenintensive Splittung der Orders und eine gestiegene Dauer bis zur vollständigen Ausführung der Aufträge. Noch gravierender ist die Situation in engeren Marktbereichen 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 seit Juni dieses Jahres große Volumina an Papieren. In einem ansonsten weniger großen Markt kommt es daher zu einer Verdrängung von privaten Investoren durch die EZB („crowding out“). Geld-Brief-Spannen und Liquiditätsprämien in Euro denominierter Unternehmensanleihen bewegen sich derzeit auf einem erhöhten Niveau im Vergleich zum Zeitraum vor der Weltfinanzkrise. Die Aktivitäten der Zentralbank führen bei Unternehmensanleihen sowie Pfandbriefen zu Preisverzerrungen und einem spürbaren Austrocknen der Märkte.

Neben der Geldpolitik gibt es jedoch weitere Faktoren, die das Austrocknen der Anleihemärkte begünstigen. Zu nennen ist hier insbesondere eine schärfere **Regulierung**. Marktliquidität wird stark von regulierten Market Makern wie Banken oder Wertpapierhäusern beeinflusst. Wegen der höheren Anforderungen an das Kernkapital führt die Regulierung 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. Diese ziehen sich durch verschärfte regulatorische Vorgaben zunehmend aus dem Markt zurück und konzentrieren sich auf die wenigen verbliebenen rentablen Anleihe-segmente. In Stressphasen mit erhöhter Volatilität reduzieren die Market Maker aufgrund der aufsichtsrechtlich induzierten Verbreitung von Value-at-Risk-Ansätzen die eingegangenen Risiken zusätzlich. Vereinheitlichte Regulierungsregeln aufgrund von Marktwertbewertungen und Barwertsichtweise können Prozyklizität und Volatilität erhöhen. Market Maker treten häufig nur noch als reine Vermittler (Broker) auf. Das Transaktionsrisiko verlagert sich somit von den Market Makern hin zu den Anleihebesitzern. In der Folge steigen Geld-Brief-Spannen, und Verkäufe müssen – verbunden mit erheblichen Suchkosten – in kleinen Stückelungen vorgenommen werden.

Grafik I Zentralbankbilanzen in Prozent des BIP



Darüber hinaus treten auf den Anleihemärkten verstärkt **neue Marktteilnehmer** auf, insbesondere weniger regulierte Investoren wie Investmentfonds oder Zweckgesellschaften. Deren Anlagestrategien sind häufig kurzfristig ausgerichtet und werden stark von Faktoren wie der Geldpolitik oder der aktuellen makroökonomischen Datenlage beeinflusst. Im Ergebnis kommt es immer häufiger zu einem Herdenverhalten. 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 % gestiegen. Bei Investment Grade-Unternehmensanleihen ist der Anteil sogar von weniger als 20 % auf 40 % angestiegen. Der zunehmende elektronische Handel kann in Stressphasen auftretende Marktverzerrungen noch verstärken.

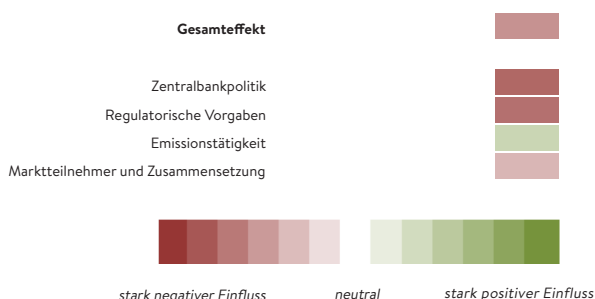
Folgen abnehmender Marktliquidität

Wie eingangs festgestellt, ist eine abnehmende Marktliquidität für Versicherer und andere institutionelle Investoren mit schwerwiegenden Konsequenzen verbunden. Mangelnde Liquidität bei Anleihen bzw. eine erschwerte Einschätzung der zukünftigen Liquiditätsentwicklung beeinflussen die Kapitalanlageentscheidungen und erzielbare Kapitalanlageerträge deutlich negativ.

Die **Ausweitung von Geld-Brief-Spannen infolge abnehmender Marktliquidität verteuert den Kauf bzw. Handel von Anleihen und reduziert somit die Kapitalerträge** der Versicherer. Der Start der Unternehmensanleihekäufe im Rahmen der Ausweitung des EZB-Programms im Juni 2016 hat die Liquiditätssituation weiter verschlechtert und führt temporär sogar zu einem Austrocknen der Märkte.

Wo es nicht direkt zu einer Ausweitung von Geld-Brief-Spannen kommt, wie z. B. derzeit noch bei Staatsanleihen, erfolgt die Marktanpassung primär über **gesunkene Transaktionsvolumen und gestiegene Ausführungszeiten**. Aufgrund abnehmender Markttiefe und verminderter Marktelastizität nimmt die Handelbarkeit größerer Orders stark ab. Die geringere Liquidität muss durch **Spaltung der Handelsaufträge** ausgeglichen werden, wodurch es tendenziell zu einer Erhöhung der Handelskosten kommt. Marktliquidität **erschwert die 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. Die Wahrscheinlichkeit von Blitzcrashes auf

Grafik II Einfluss auf die Liquiditätssituation



den Rentenmärkten steigt. Aufgrund der weiterhin hohen Nervosität auf den Kapitalmärkten geht dies mit **erhöhten Risiken für die Finanzmarktstabilität** insgesamt einher.

Die genannten Folgen verdeutlichen, dass abnehmende Marktliquidität ein ernst zu nehmendes Problem für institutionelle Investoren und potentiell für die Finanzmärkte insgesamt ist. Darüber hinaus werden auch die Kunden belastet. Insoweit hat abnehmende Marktliquidität auch mittelbar negative Folgen für die Renditen von Millionen von Vorsorgesparern.

Mögliche Handlungsfelder

Aufgrund der skizzierten zahlreichen negativen Folgen von abnehmender Marktliquidität sollten Regulierung und Geldpolitik Auswirkungen ihrer geplanten Maßnahmen auf die Liquidität auf den Rentenmärkten angemessen berücksichtigen. Bereits getroffene Entscheidungen sollten zudem mit Blick auf ihre Auswirkungen auf die Marktliquidität überprüft werden. Im Einzelnen sind insbesondere folgende Handlungsfelder zu nennen:

- ▶ Die europäische Zentralbank sollte bei der Wahl der Maßnahmen zur Umsetzung ihrer **Geldpolitik** auch die **negativen Folgen für die Liquiditätssituation** auf den Anleihemärkten berücksichtigen. Die Funktionsfähigkeit der Märkte muss erhalten, die Entstehung neuer Risiken verhindert werden. In der langen Liste der „Risiken und Nebenwirkungen“ der aktuellen Geldpolitik ergibt sich hier ein weiteres Argument dafür, die Anleihekäufe spätestens im März 2017 auslaufen zu lassen und danach die Bilanzsumme der EZB schrittweise zu normalisieren.
- ▶ Um die Liquiditätssituation auf den Rentenmärkten nicht noch weiter zu verschärfen, sollte die **zukünftige Regulierung im Bankensektor mit Augenmaß betrieben werden**. Das Market Making durch Geschäftsbanken darf durch neue Regulierungsinitiativen nicht zusätzlich erschwert werden.
- ▶ Gesetzgeber und Aufseher sollten zudem eine **Überprüfung bestehender und laufender regulatorischer Vorhaben** im Hinblick auf Auswirkungen auf die Marktliquidität und die Vermeidung neuer Risiken für die Finanzmarktstabilität vornehmen (Basel II, EMIR, Kapitalmarktunion bzw. MiFID).
- ▶ Eine **verstärkte Standardisierung** von Neuemissionen und der Abbau der Heterogenität des Anleiheuniversums erhöht die Handelbarkeit und konzentriert die Liquidität auf weniger Anleihen. Dadurch könnten neue Marktteilnehmer angezogen oder bestehenden Marktteilnehmern der Ausbau ihrer Aktivitäten erleichtert werden. Entsprechende Maßnahmen könnten im Rahmen von Initiativen zur Stärkung der Kapitalmarktunion berücksichtigt werden.
- ▶ 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.

Tabelle I

Wachstum und Inflation

	WACHSTUM						INFLATION					
	2012	2013	2014	2015	2016*	2017*	2012	2013	2014	2015	2016*	2017*
Industrieländer	1,3	1,2	1,9	2,2	1,6	1,8	2,1	1,5	1,6	0,5	0,9	1,8
USA	2,2	1,7	2,4	2,6	1,5	2,1	2,1	1,5	1,6	0,1	1,2	2,2
Euroraum	-0,9	-0,3	1,2	2,0	1,5	1,3	2,5	1,4	0,4	0,0	0,2	1,3
Deutschland	0,5	0,5	1,6	1,7	1,8	1,3	2,1	1,6	0,8	0,1	0,4	1,5
Frankreich	0,2	0,6	0,6	1,3	1,3	1,1	2,2	1,0	0,6	0,1	0,3	1,2
Italien	-2,8	-1,7	0,1	0,7	0,8	0,8	3,3	1,2	0,2	0,1	0,0	1,0
Spanien	-2,9	-1,7	1,4	3,2	3,1	2,1	2,4	1,5	-0,2	-0,6	-0,4	1,3
Vereinigtes Königreich	1,3	1,9	3,1	2,2	1,8	0,8	2,8	2,6	1,5	0,0	0,7	2,3
Japan	1,8	1,4	0,0	0,6	0,6	0,8	0,0	0,4	2,7	0,8	-0,2	0,5
Schwellen- und Entwicklungsländer	5,2	5,0	4,6	4,3	3,7	4,7	4,7	5,0	4,5	5,2	9,1	7,4
China	7,7	7,7	7,3	6,9	6,6	6,4	2,7	2,6	2,0	1,4	2,0	2,0
Indien	4,8	4,7	6,6	7,2	7,5	7,7	9,3	10,9	6,4	5,9	4,9	5,2
Lateinamerika	2,8	3,1	0,6	-0,4	-1,7	1,8	6,7	7,5	8,5	15,5	38,7	30,8

* PROGNOSEN, STAND: 25.10.2016 QUELLE: BLOOMBERG FINANCE L.P.

Tabelle II

Entwicklung Finanzmärkte

		2013	2014	2015	Sept. 2016	Aktuell ³
Anleihemärkte Staatsanleihen¹	USA	3,0 %	2,2 %	2,3 %	1,6 %	1,8 %
	Euro-Raum	3,0 %	1,2 %	0,5 %	0,5 %	0,6 %
	Deutschland	1,9 %	0,5 %	0,6 %	-0,1 %	0,0 %
Unternehmensanleihen²	EUR					
	Investment Grade	1,9 %	1,0 %	1,2 %	0,4 %	0,5 %
	High Yield	4,0 %	4,1 %	5,4 %	3,5 %	2,9 %
	USD					
	Investment Grade	3,3 %	3,1 %	3,6 %	2,8 %	2,9 %
	High Yield	5,9 %	7,0 %	9,0 %	6,3 %	6,1 %
Gedekte Anleihen²	EUR Covered	1,6 %	0,5 %	0,5 %	-0,1 %	0,0 %
Aktienmärkte	MSCI World	27,4 %	5,5 %	-0,3 %	6,1 %	5,0 %
	MSCI World EUR	21,9 %	20,1 %	11,0 %	2,5 %	4,7 %
	MSCI Europe	20,5 %	7,4 %	8,8 %	-2,8 %	-2,1 %
	DAX	25,5 %	2,7 %	9,6 %	-2,2 %	0,2 %
	S&P	32,4 %	13,7 %	1,4 %	7,8 %	7,1 %
	Dow Jones	29,7 %	10,0 %	0,2 %	7,2 %	6,8 %

ANLEIHEN: RENDITE ZUM STICHTAG; AKTIEN: JEWEILIGER PERIODENERTRAG SEIT JAHRESANFANG (TOTAL RETURN: PREISVERÄNDERUNG PLUS DIVIDENDE) QUELLE: BLOOMBERG FINANCE L.P.

1 STAATSANLEIHEN: RENDITE 10 JAHRE

2 BENCHMARK-RENDITE

3 AKTUELL: 24.10.2016

Impressum

HERAUSGEBER

Gesamtverband der Deutschen
Versicherungswirtschaft e. V.
Wilhelmstraße 43/43 G, 10117 Berlin
Postfach 08 02 64, 10002 Berlin
Tel. 030 2020-5000, Fax 030 2020-6000
www.gdv.de, berlin@gdv.de

AUTOREN

Tim Ockenga
Tel. 030 2020-5440
E-Mail: t.ockenga@gdv.de

Hendrik Potthoff
Tel. 030 2020-5441
E-Mail: h.potthoff@gdv.de

Dr. Klaus Wiener
Tel. 030 2020-5800
E-Mail: k.wiener@gdv.de

VERANTWORTLICH

Dr. Klaus Wiener
Chefvolkswirt
Mitglied der Geschäftsführung

PUBLIKATIONSASSISTENZ

Cathleen Hickstein
Delia Krüger-Wolf

REDAKTIONSSCHLUSS

31.10.2016

BILDNACHWEIS

Fotolia

ALLE AUSGABEN ...
auf GDV.DE