Auswirkungen der quantitativen Lockerung in der Realwirtschaft

Sascha Steffen

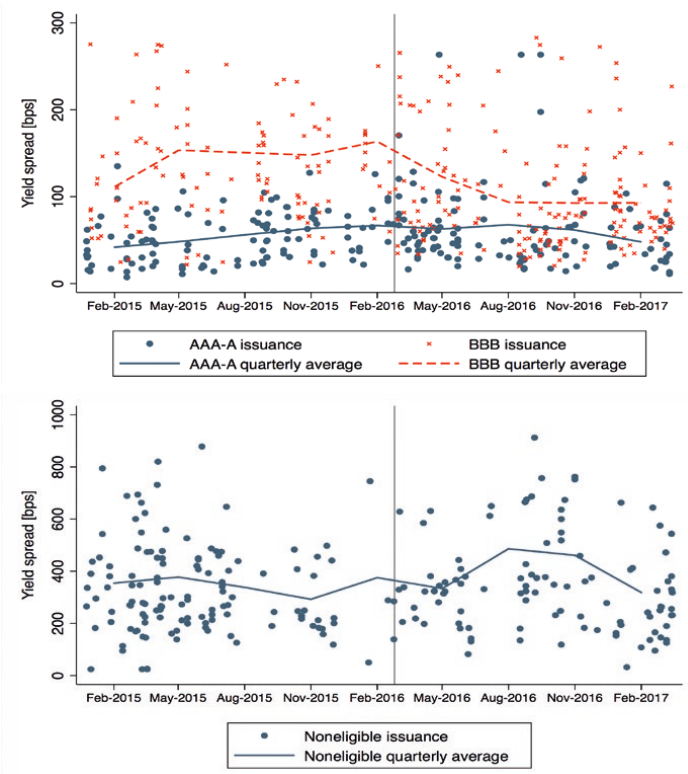
Die groß angelegten Anleihenkäufe der Zentralbanken sind eines der hervorstechendsten Merkmale der unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen in jüngerer Zeit. In diesem Beitrag soll das direkte Eingreifen der Zentralbanken in die Märkte für Unternehmensanleihen betrachtet werden. Die Auswirkungen eines solchen Eingriffs sind vor allem indirekter Natur. Unternehmen mit notenbankfähigen Anleihen ersetzen ihre Bankschulden durch Anleihenschulden. Dies vereinfacht die Kreditvergabe der Banken an private Unternehmen, was sich positiv auf die Investitionstätigkeit auswirkt.

Seit dem Beginn der globalen Finanzkrise Ende 2007 haben Zentralbanken in aller Welt unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen ergriffen, um die Konjunktur anzukurbeln, insbesondere durch groß angelegte Anleihenkäufe. Diese Programme weisen ein erhebliches Volumen auf; so hat sich beispielsweise die Bilanzsumme der Europäischen Zentralbank (EZB) seit 2008 auf 4,4 Billionen Euro Anfang 2018 verdreifacht. In jüngster Zeit haben die Zentralbanken Programme aufgelegt, die direkt auf Nichtfinanzgesellschaften abzielen, beispielsweise durch den Kauf von Unternehmensanleihen in großem Umfang. In der Literatur werden mehrere Wirkungskanäle genannt, über die groß angelegte Anleihenkäufe sich in der Realwirtschaft niederschlagen können, wie z. B. beim „Wirkungskanal Nettowert" über die Bankbilanzen: Der Kauf von Anleihen durch die Zentralbanken erhöht den Preis und den Wert der von den Banken gehaltenen Vermögenswerte (z. B. hypothekarisch gesicherte Wertpapiere oder Staatsanleihen), was die Banken rekapitalisiert und die Kreditvergabe stimuliert [Brunnermeier/Sannikov 2015].

Neue Forschungsergebnisse: Die Interpretation der quantitativen Lockerung über den „Wirkungskanal Kapitalstruktur"

Grosse-Rueschkamp, Steffen und Streitz [vgl. Grosse-Rueschkamp/Steffen/Streitz 2018] schlagen einen neuartigen Mechanismus vor, wie Anleihenkäufe durch Zentralbanken einen Effekt erster Ordnung auf den Realsektor haben können; dieser tritt ein, wenn die Zentralbanken Anleihen von Nichtfinanzgesellschaften ins Visier nehmen: i) Wenn Zentralbanken Anleihen von Nichtfinanzgesellschaften erwerben, mindert dies die Rendite von Unternehmensanleihen, wodurch für die Unternehmen eine Finanzierung mittels Anleihen attraktiver wird als eine Finanzierung über Banken. ii) Dies betrifft Banken (in unterschiedlichem Maße), als sie einen Rückgang der Kreditnachfrage erleben, wodurch wiederum Bankkapital von Banken mit diesbezüglichen Einschränkungen frei wird, die dann ihre Kreditvergabe an Unternehmen ohne Zugang zum Anleihemarkt erhöhen können.

Abb. 01: Rückgang der Renditeaufschläge bei berechtigten Unternehmen nach Einführung des CSPP



Quelle: Eigene Abbildung

Wir untersuchen diesen Wirkungskanal im Kontext des am 10. März 2016 angekündigten und im Juni 2016 umgesetzten Programms der EZB zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP). Die EZB nahm damals den monatlichen Ankauf von notenbankfähigen Unternehmensanleihen in der Eurozone auf, und im Dezember 2017 lag die Menge der angekauften Anleihen bei mehr als 130 Mrd. Euro. Im Rahmen des CSPP sind ausschließlich qualitativ hochwertige Anleihen mit Investment-Grade-Rating, die von Nichtfinanzgesellschaften ausgegeben werden, zulässig. Das CSPP bietet ideale Rahmenbedingungen, um den Wirkungskanal Kapitalstruktur zu untersuchen: Schließlich halten die Banken der Eurozone in der Regel keine Anleihen von Nichtfinanzgesellschaften in ihren Bilanzen, sodass sich das CSPP nicht direkt in Veränderungen ihres Nettowerts niederschlagen kann.

Renditen notenbankfähiger Unternehmensanleihen nach Ankündigung des CSPP gesunken

Wir zeigen zunächst, dass die nach der CSPP-Ankündigung emittierten notenbankfähigen Unternehmensanleihen deutlich niedrigere Renditen abwerfen. Dieser Effekt ist besonders ausgeprägt bei Anleihen, die nahe an der Zulassungsschwelle liegen (d. h. Anleihen mit BBB-Rating): Sie verzeichnen in den vier Quartalen nach der Ankündigung des Programms einen Rückgang der Renditeaufschläge um etwa 40 Basispunkte gegenüber den vier Quartalen vor der CSPP-Ankündigung. Bei nicht notenbankfähigen Anleihen lässt sich nach der Ankündigung keine Veränderung der Renditeaufschläge feststellen (siehe ▶ Abbildung 01).

Als Reaktion auf den Kauf von Unternehmensanleihen durch die Zentralbank ersetzen berechtigte Unternehmen Bankschulden durch Anleihen

In einem nächsten Schritt ermitteln wir anhand der im Standard & Poor's (S&P) Capital IQ aufgeführten börsennotierten Unternehmen die Auswirkungen der Käufe von Unternehmensanleihen durch die EZB auf die Fremdkapitalstruktur berechtigter Unternehmen. Angesichts der infolge des CSPP gesunkenen Anleiherenditen besteht für CSPP-berechtigte Unternehmen ein Anreiz, von privaten Schuldverschreibungen auf die Märkte für öffentliche Anleihen umzuschichten. Unsere Ergebnisse liefern ein klares Bild: Berechtigte Unternehmen ersetzen insbesondere ihre (langfristigen) Bankkredite durch Anleihen. Der Effekt ist wirtschaftlich relevant. Bei berechtigten Unternehmen erhöht sich im Vergleich zu nicht berechtigten Unternehmen das Verhältnis von Anleihenschulden und Vermögenswerten gegenüber dem Zeitraum vor Auflage des CSPP um 2 Prozentpunkte; dies entspricht einem Anstieg des Anteils von Anleihen an der Fremdverschuldung um 13% im Vergleich zum Mittelwert ohne entsprechende Bedingungen. Gleichzeitig reduzieren die Unternehmen ihre Finanzierung durch Bankenschulden in ähnlicher Größenordnung. Um das Vorgehen der Unternehmen zu veranschaulichen, sei die spanische Firma Amadeus genannt, die in ihrem Geschäftsbericht 2016 ausführt:

„Im Oktober 2016 refinanzierte Amadeus die Fazilität über 500 Mio. Euro, mit der die Übernahme von Navitaire bezahlt wurde, mithilfe einer Anleihe über 500 Mio. Euro. Diese weist eine längere Laufzeit auf als die Fazilität (Fälligkeit im Oktober 2020) und einen niedrigeren Kupon in Höhe von 0,125%; dies ist der niedrigste Kupon, der je von einem spanischen Unternehmen gezahlt wurde."

Zwar verändern die berechtigten Unternehmen infolge der Zentralbankeingriffe ihre Fremdkapitalstruktur, wir sehen aber keine Auswirkungen auf die Investitionen oder andere Auswirkungen auf die Realwirtschaft. Dies bedeutet, dass diese Unternehmen finanziell nicht eingeschränkt sind und dass, allgemeiner betrachtet, eine akkommodierende Geldpolitik nur begrenzte direkte Auswirkungen auf die Investitionen hat.

Banken, die einen Rückgang der Kreditnachfrage CSPP-berechtigter Unternehmen erleben, erhöhen ihre Kreditvergabe an Unternehmen ohne Zugang zum Anleihemarkt

Während die direkten Auswirkungen der Eingriffe begrenzt sind, lassen sich erhebliche indirekte Effekte feststellen: Die Tatsache, dass berechtigte Unternehmen von Bankkrediten auf die Anleihemärkte umschichten, führt dazu, dass Banken mit diesbezüglichen Einschränkungen die Kreditvergabe an private Unternehmen erhöhen. Diese Unternehmen haben nach dem Programm zum Ankauf von Unternehmensanleihen eine um 8,8 Prozentpunkte höhere Wahrscheinlichkeit, von Banken mit umfangreichen Engagements bei solcherart berechtigten Unternehmen ein Darlehen zu erhalten, und weisen eine erhöhte Investitionstätigkeit auf.

Wir finden keinen Hinweis auf eine „Zombie"-Kreditvergabe, wie sie unter anderem von Acharya et al. (2017) für die europäische Staatsschuldenkrise dokumentiert wurde. Private Unternehmen, die eine Zunahme der Kreditversorgung erleben, weisen, wenn überhaupt, über dem Median liegende Rentabilitäts- und Zinsdeckungsquoten auf. Die Verlagerung der Kreditvergabe von Aktiengesellschaften mit hoher Bonität hin zu kleineren privaten Kreditnehmern erhöht jedoch die Risiken in den Kreditportfolios der Banken.

Auswirkungen auf die finanzielle Stabilität

Fazit

Es ist bemerkenswert, dass die wesentlichen Auswirkungen des Programms zum Ankauf von Unternehmensanleihen indirekter Natur sind. Die geldpolitische Entscheidung, in großem Umfang Unternehmensanleihen zu kaufen, führt dazu, dass den Banken das Kreditgeschäft mit berechtigten Unternehmen verloren geht und sie es dann durch die Kreditvergabe an andere Unternehmen ersetzen. Wir bezeichnen dies als den „Wirkungskanal Kapitalstruktur" der Geldpolitik. Wir belegen positive Auswirkungen dieses geldpolitischen Wirkungskanals, da neue Kredite an private Unternehmen die Einschränkungen bei der Kreditvergabe zu reduzieren und einen Anstieg der Investitionen zu bewirken scheinen. Wir finden allerdings Anzeichen dafür, dass sich das Engagement der Banken in risikoreicheren Segmenten der Wirtschaft erhöht.

Literatur

Brunnermeier, M. K./Sannikov, Y. [2015]: ???
Grosse-Rueschkamp, B./Steffen, S./Streitz, D. [2019]: A Capital Structure Channel of Monetary Policy, in: Journal of Financial Economics, 2019, 133 (2), 357–378.

Autor
Prof. Dr. Sascha Steffen
Professor für Finanzwirtschaft,
Frankfurt School of Finance & Management,
Frankfurt am Main