



Budgetbeitrag der Europäischen Zentralbank 2019



Market-Perspektive

Stefan Donnerer, BA

Dr. Josef Obergatnschnig, MBA

Graz, Q1 2019

Inhaltsverzeichnis

1. Einführung.....	4
2. Methodik/Vorgehensweise	8
3. Gesamtmarkt.....	9
3.1. Laufzeit.....	9
3.2. Duration	10
3.3. Kupon	10
3.4. Rendite	11
3.5. Spread.....	12
4. Emissionstätigkeit.....	13
4.1. Laufzeit.....	13
4.2. Kupon	14
5. Refinanzierungsgewinn	15
5.1. Zinsdeltas 2008 – 2018.....	16
5.2. Zinsdeltas 2013 – 2018.....	17
5.3. Refinanzierungsgewinn 2008 - 2018.....	18
5.4. Refinanzierungsgewinn 2013 - 2018.....	19
6. Ausläufer – Ein Blick in die Zukunft	21
6.1. Auslaufende Emissionen 2019 - 2024.....	22
6.2. Auslaufende Emissionen 2019 - 2029.....	24
7. Conclusio	26

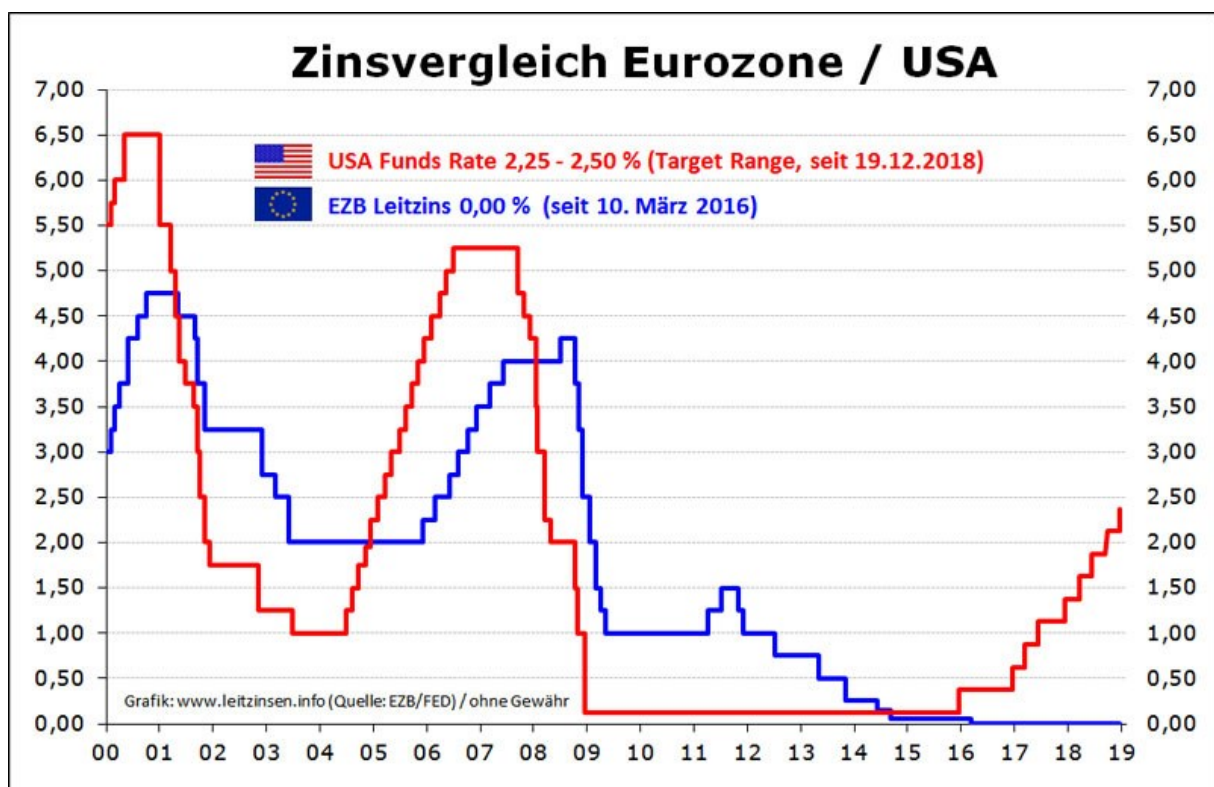
Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: EZB Leitzinsen.....	4
Abbildung 2: EZB Bilanzsumme 1999 – 2018.....	5
Abbildung 3: Verschuldungsquote vs. Budget-Defizit Österreich 2008 – 2018.....	6
Abbildung 4: Zinsaufwand Österreich 1990 - 2018	7
Abbildung 5: Laufzeitenstruktur Gesamtportfolio 2004 – 2019.....	9
Abbildung 6: Durationstruktur Gesamtportfolio 2004 – 2019.....	10
Abbildung 7: Durchschnittlicher Kupon Gesamtportfolio 2004 – 2019.....	11
Abbildung 8: Durchschnittliche Rendite Gesamtportfolio 2004 – 2019.....	12
Abbildung 9: Durchschnittlicher Spread Gesamtportfolio 2004 – 2019	13
Abbildung 10: Laufzeitenstruktur Emissionsportfolio 2004 – 2019	14
Abbildung 11: Kupon der Staatsanleihen 2004 – 2019	15
Abbildung 12: Zinsdeltas von 2008-2018 im Länderüberblick	16
Abbildung 13: Zinsdeltas von 2013-2018 im Länderüberblick	17
Abbildung 14: Kumulierte Refinanzierungsgewinne seit 2008.....	18
Abbildung 15: Refinanzierungsgewinn der einzelnen Länder von 2008-2018 in Relation zum BIP	19
Abbildung 16: Kumulierte Refinanzierungsgewinne seit 2013.....	20
Abbildung 17: Refinanzierungsgewinn der einzelnen Länder von 2013-2018 in Relation zum BIP	21
Abbildung 18: Auslaufende Emissionen 2019 - 2024.....	22
Abbildung 19: relativer Anteil der auslaufenden Emissionen $\leq 0,5\%$ zum Gesamtvolumen pro Kalenderjahr.....	23
Abbildung 20: Anteil der auslaufenden Emissionen $\leq 0,5\%$ bis 2024.....	23
Abbildung 21: Relativer Anteil der auslaufenden Emissionen $\leq 0,5\%$ zum Gesamtvolumen pro Kalenderjahr.....	24
Abbildung 22: Anteil der auslaufenden Emissionen $\leq 0,5\%$ bis 2024.....	25
Abbildung 23: Anteil der auslaufenden Emissionen $\leq 0,5\%$ bis 2029 vs. Refinanzierungsrisiko (1% Zinsshift)	26
Abbildung 24: Anteil der auslaufenden Emissionen $\leq 0,5\%$ bis 2029 vs. Refinanzierungsrisiko	27

1. Einführung

Die Europäische Zentralbank (EZB) verfolgt seit Ausbruch der Finanzkrise eine sehr expansive Notenbankpolitik. In der ersten Phase lag der Schwerpunkt auf Zinssenkungen. Zum Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 betrug der Leitzinssatz noch 4,25%. Abgesehen von zwei Zinserhöhungen um je 25 Basispunkte im Jahr 2011 wurden die Zinsen in 15 Schritten auf 0,00% gesenkt. Im Gegensatz zur amerikanischen Notenbank, die im Jahr 2016 bereits mit Zinserhöhungen ihren expansiven Kurs etwas entschärfen konnte, liegt der Leitzins für die Eurozone seit mehr als 3 Jahren auf 0,00%.

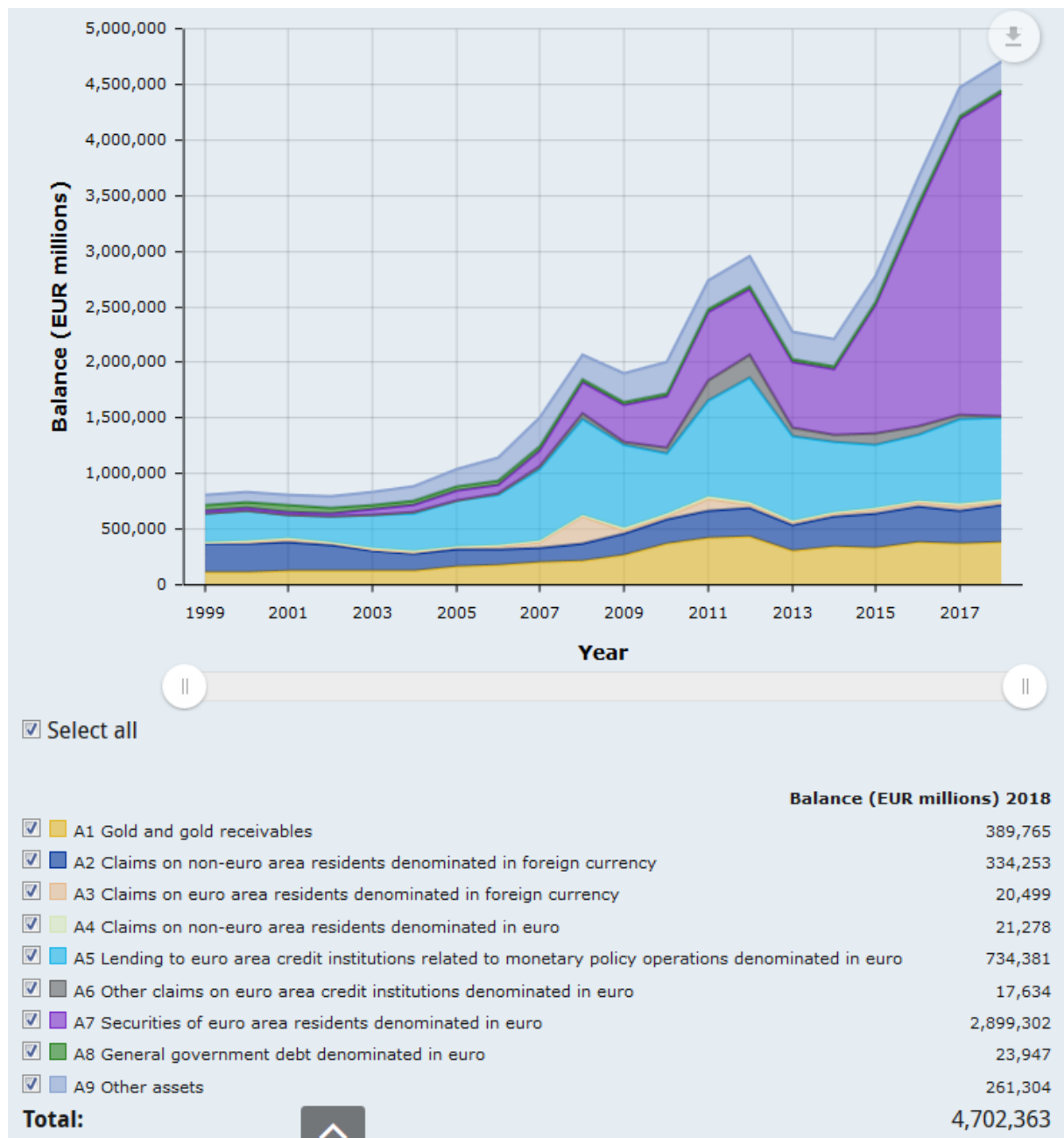
Abbildung 1: EZB Leitzinsen



Quelle: Leitzinsen.info, EZB

Neben der drastischen Reduktion der Leitzinsen verfolgte die EZB auch ein Quantitative Easing Programm. Durch den Kauf von Anleihen wird eine Nachfrage erzeugt, die wiederum das Zinsniveau länger laufender Anleihen nach unten drückt. Die Bilanzsumme der Notenbank hat sich innerhalb der letzten 10 Jahre von EUR 2 Billionen Euro auf 4,7 Billionen mehr als verdoppelt.

Abbildung 2: EZB Bilanzsumme 1999 – 2018



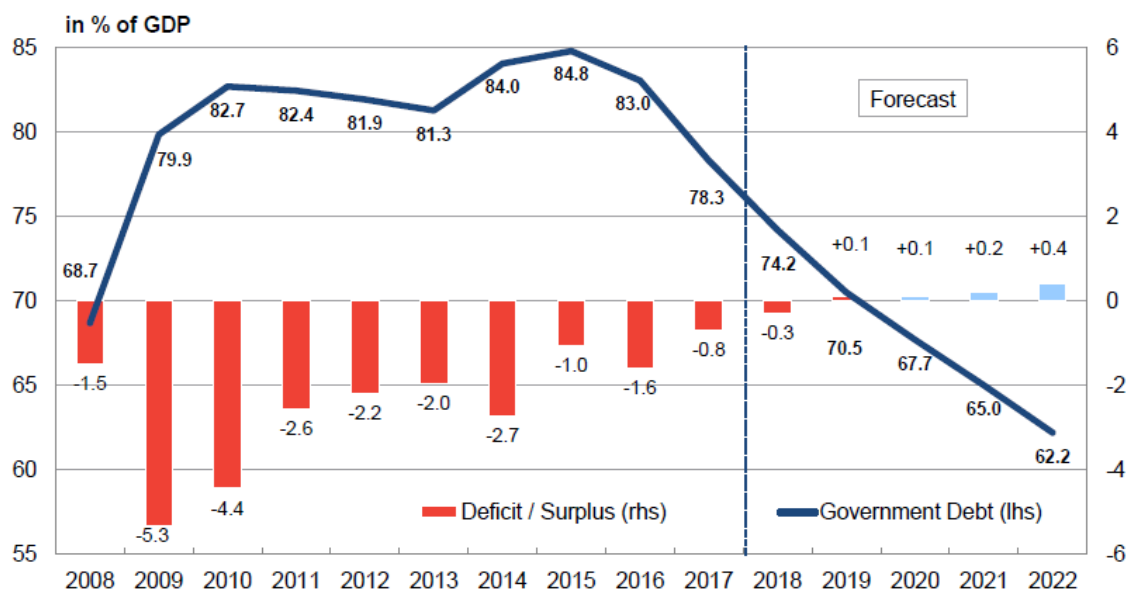
Quelle: Leitzinsen.info, EZB

Durch diese expansiven Maßnahmen befindet sich das Zinsniveau seit Anfang der 1990er Jahre auf sinkendem Niveau. Dadurch sind die Staaten in der Lage, sich günstiger zu refinanzieren. Das führt langfristig zu deutlich geringeren Staatsausgaben (Zinsbelastung). Dieser Faktor kommt allerdings nur bedingt zur Geltung, da die Staatsverschuldung seit Ausbruch der Finanzkrise merklich angestiegen ist. In Österreich stieg die Verschuldung von 68,7% im Jahr 2008 auf 84,8% im Jahr 2015. In den letzten drei Jahren konnte die Verschuldungsquote um mehr als zehn Prozentpunkte reduziert werden. Neben der guten konjunkturellen Situation kommt auch der deutlich gesunkenen Zinsbelastung eine zentrale Rolle zu.

Abbildung 3: Verschuldungsquote vs. Budget-Defizit Österreich 2008 – 2018

Austria's Favourable Fiscal Position

Government Debt Ratio and Budget Deficit on a clearly declining path



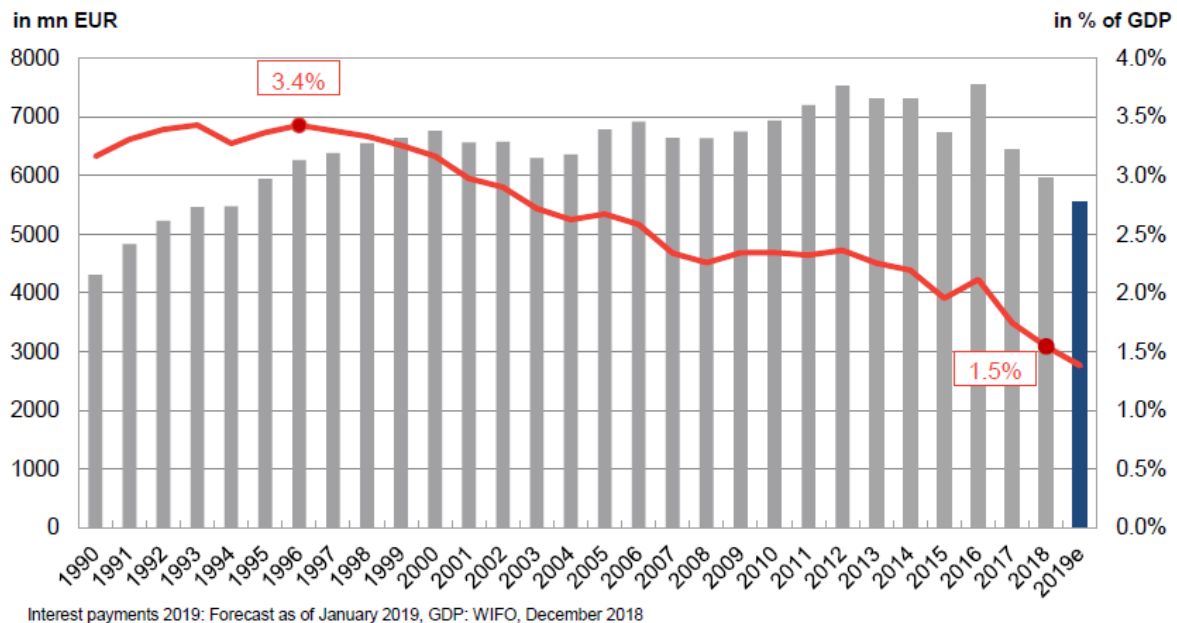
- Excluding liabilities of government-owned wind-down units, Austria's general government debt was 74.2% of GDP as end-2017

Source: Statistics Austria, September 2018 / Federal Ministry of Finance, October 2018

Quelle: OeBFA

Das österreichische Staatsschuldenportfolio weist eine durchschnittliche Laufzeit von rund 10 Jahren auf. 95% der Obligationen sind fix bzw. lediglich 5% variabel verzinst. Insofern dauert es relativ lange, bis das niedrige Zinsniveau sich auch auf die Zinsbelastungen auswirkt.

Abbildung 4: Zinsaufwand Österreich 1990 - 2018



Quelle: OeBFA

Die Zinsbelastung in Relation zum BIP fiel seit 1996 von 3,4% auf 1,5%. Interessant ist auch, dass 2018 trotz deutlich höherer Verschuldung die Zinsbelastung unter dem Niveau von 2008 liegt.

In der zugrundeliegenden Arbeit gehen die Autoren der Frage nach, inwiefern einzelne Staaten von der expansiven Notenbank profitiert haben. Wie hoch ist der sogenannte „Refinanzierungsgewinn“? Der Refinanzierungsgewinn setzt sich nach der Definition der Autoren wie folgt zusammen:

$$\text{Refinanzierungssumme} \times (\emptyset \text{ Kupon Ausläufer} - \emptyset \text{ Kupon Emissionen}) \\ = \text{Refinanzierungsgewinn im Kalenderjahr}$$

Refinanzierungssumme = Wenn Auslaufendes Emissionsvolumen

≥ Neuemissionsvolumen dann Auslaufendes Emissionsvolumen sonst Neuemissionsvolumen

$\emptyset$ Kupon Ausläufer bzw. Emissionen = volumengewichteter Kupon

2. Methodik/Vorgehensweise

Die Autoren haben sich als Ziel gesetzt, die Auswirkungen der Niedrigzinsphase der EZB auf repräsentative europäische Länder zu verifizieren. Im Zuge der weiterführenden Analysen werden folgende Länder berücksichtigt:

- Deutschland
- Österreich
- Frankreich
- Irland
- Portugal
- Italien
- Spanien
- Griechenland

Im ersten Teil der Arbeit analysieren die Autoren das Staatsanleihenportfolio der Referenzländer. Es soll dem Leser dynamische Veränderungen einzelner Parameter der vergangenen 15 Jahre verdeutlichen. Die Datengrundlage bilden hierfür die jeweiligen BoFA Länderindizes, jeweils zum 31.06. und 31.12. des Jahres.

Im zweiten Schritt gehen die Autoren auf die Emissionstätigkeit der jeweiligen Staaten ein. Hierbei werden Trends hinsichtlich des Emissionsumfeldes herausgearbeitet. Im Anschluss fokussieren sich die Autoren auf den Refinanzierungsgewinn und die Auswirkungen der Niedrigzinsphase auf die jeweiligen Staatsfinanzen. Abschließend erarbeiten die Autoren noch einen Ausblick und stellen die auslaufenden Staatsanleihen der Referenzländer im Zeitraffer gegenüber. In diesem Schritt wird deutlich, inwieweit einzelne Staaten in den kommenden Jahren noch von der Niedrigzinsphase profitieren können bzw. welche Länder im Falle steigender Zinsen mit höheren Staatsausgaben zu rechnen haben. Die Daten für die Berechnungen wurden hierbei von Thomson Reuters am 28.02.2019 abgerufen. Volkswirtschaftliche Daten wie das BIP und die Staatsverschuldung wurden von EUROSTAT bezogen.

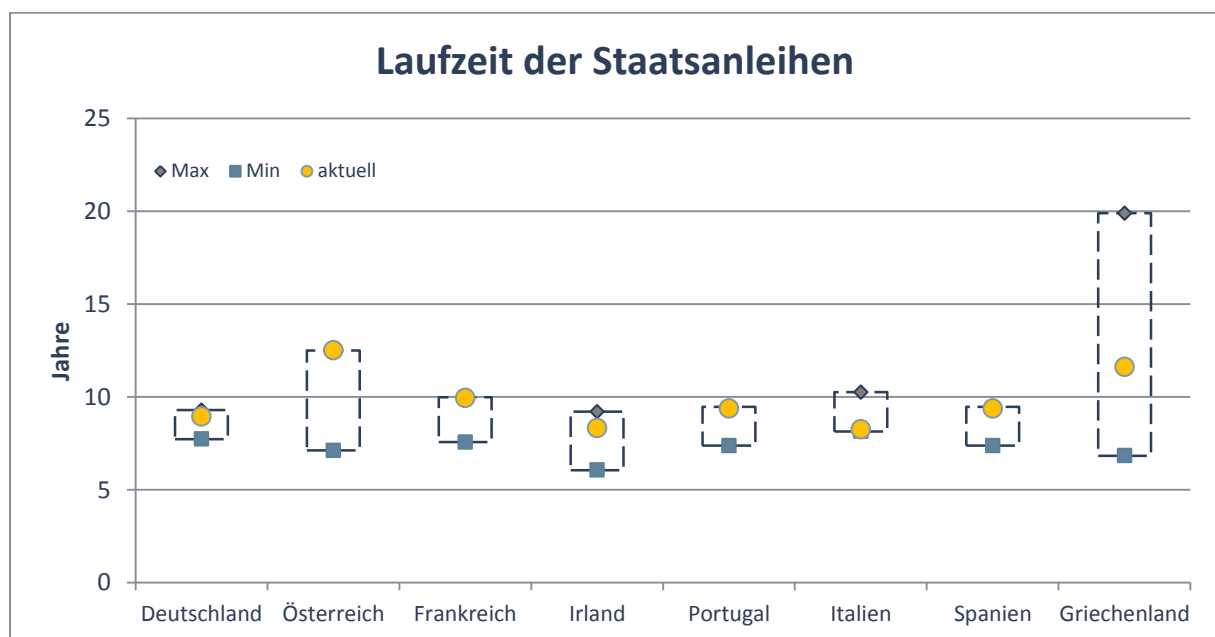
3. Gesamtmarkt

In diesem Unterpunkt fokussieren sich die Autoren auf das gesamte Staatsanleihenportfolio der jeweiligen Referenzländer. Es werden ausschließlich EUR-Obligationen mit einer fixen Verzinsung berücksichtigt. Der Form halber ist festzuhalten, dass sich Staaten auch über andere Quellen wie z.B. Schuldscheine refinanzieren. Die entsprechenden Analysen werden volumengewichtet dargestellt.

3.1. Laufzeit

In der Grafik wird die dynamische Veränderung der Laufzeitenstruktur der Staatsanleihenportfolios dargestellt. Die Box stellt die Schwankungsbreite der durchschnittlichen Laufzeit im Referenzzeitraum dar. Der gelbe Punkt verdeutlicht den aktuellen Wert. Österreich weist mit einer durchschnittlichen Laufzeit von 12,5 Jahren den höchsten Wert auf. Interessant ist, dass Deutschland mit knapp 9 Jahren deutlich darunter liegt. Deutschland, Österreich, Frankreich, Portugal und Spanien haben in den vergangenen 15 Jahren die Bindungsdauer stark erhöht. Im Gegensatz dazu liegt die durchschnittliche Laufzeit in Italien und Griechenland merklich unter den Höchstwerten.

Abbildung 5: Laufzeitenstruktur Gesamtportfolio 2004 – 2019

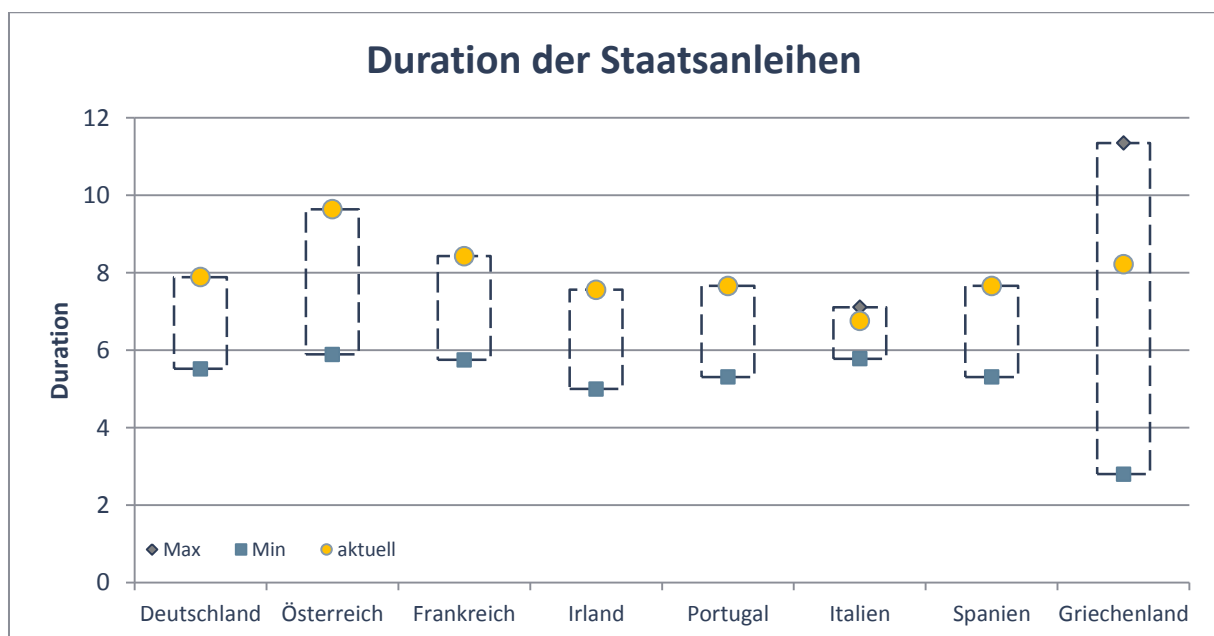


Quelle: Thomson Reuters, BofA

3.2. Duration

Im nächsten Schritt analysieren die Autoren die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer (=Duration). Auch hier zeichnet sich ein ähnliches Bild ab. Abgesehen von Griechenland liegt die Duration aller zugrundeliegenden Referenzländer nahe dem historischen Höchststand.

Abbildung 6: Durationstruktur Gesamtportfolio 2004 – 2019



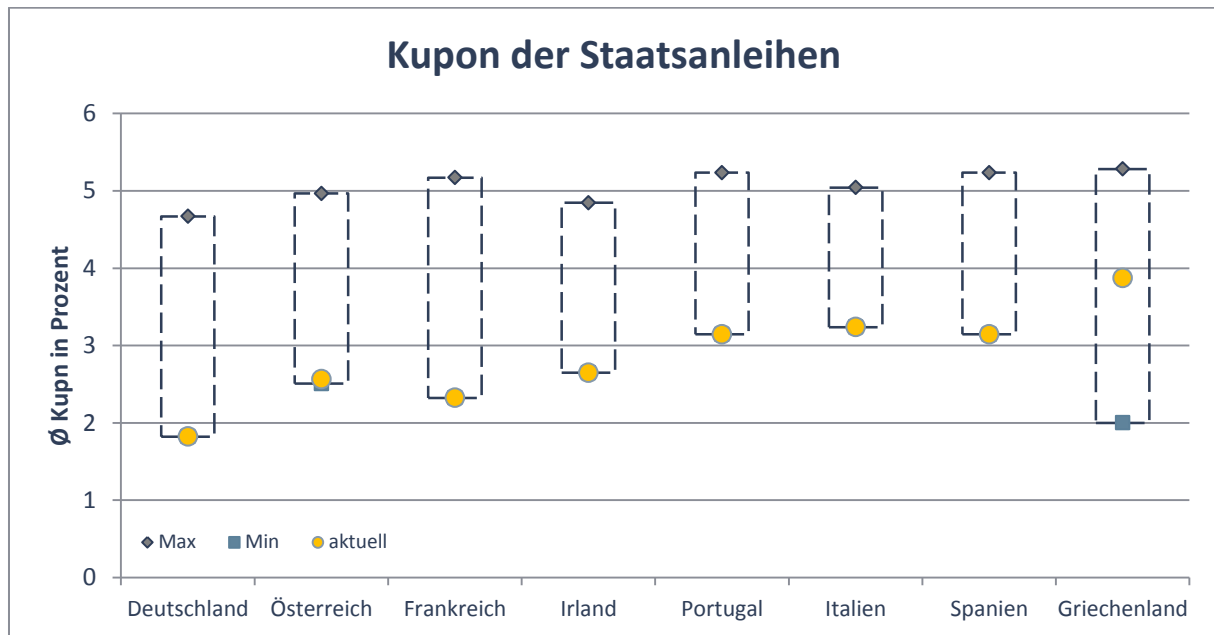
Quelle: Thomson Reuters, BofA

3.3. Kupon

Der Kupon repräsentiert die Zinsbelastung, die die jeweiligen Staaten im Zuge des Schuldendienstes zu begleichen haben. Durch das stetig sinkende Zinsniveau ist auch der Durchschnittskupon deutlich zurückgegangen. In Österreich liegt der volumensgewichtete Kupon gegenwärtig bei rund 2,5%. Im Vergleich zum Höchstwert hat er sich damit halbiert. Den tiefsten Durchschnittskupon weist Deutschland mit 1,8% auf. Es ist festzuhalten, dass sich die Zinskosten bei allen Staaten nahe dem Tiefpunkt befinden. Einzige Ausnahme ist Griechenland. Zudem wird offensichtlich, dass jene Staaten, die in den vergangenen Jahren

immer wieder Probleme hatten, eine merklich höhere Zinsbelastung zu begleichen haben. Der Durchschnittskupon für Portugal, Italien oder Spanien liegt bei rund 3,2%.

Abbildung 7: Durchschnittlicher Kupon Gesamtportfolio 2004 – 2019

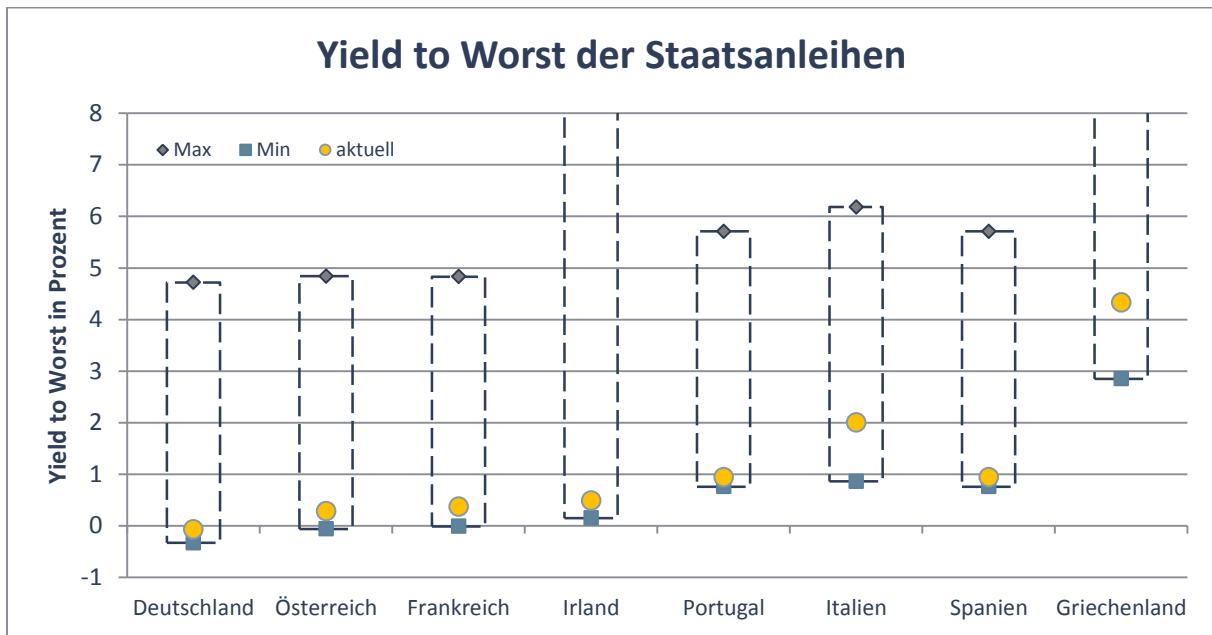


Quelle: Thomson Reuters, BofA

3.4. Rendite

Durch das rückläufige Zinsniveau konnten Staatsanleihen an den Kapitalmärkten Barwertgewinne erzielen. Der Zinsrückgang wirkt sich erst langsam auf die Zinsausgaben eines Staates aus. Deutschland weist als einziges Referenzland über das komplette Staatsanleihenportfolio gegenwärtig eine negative Rendite (= Yield to Worst) in der Höhe von -0,07% auf. Im Vergleich dazu liegt die durchschnittliche Rendite griechischer Staatsanleihen mit 4,33% deutlich darüber. Von den Referenzländern weist Österreich (+0,28%), Frankreich (+0,37%) und Irland (0,49%) und noch weitere drei Staaten Renditen von unter 0,5% auf. Aber auch Portugal und Spanien mit je 0,94% können sich gegenwärtig sehr günstig refinanzieren. In Italien liegt die durchschnittliche Rendite im Vergleich dazu bei 2,00%. In der Grafik wurden zur besseren Lesbarkeit die Höchstwerte von Griechenland (68,5%) und Irland(12,84%) abgeschnitten.

Abbildung 8: Durchschnittliche Rendite Gesamtportfolio 2004 – 2019

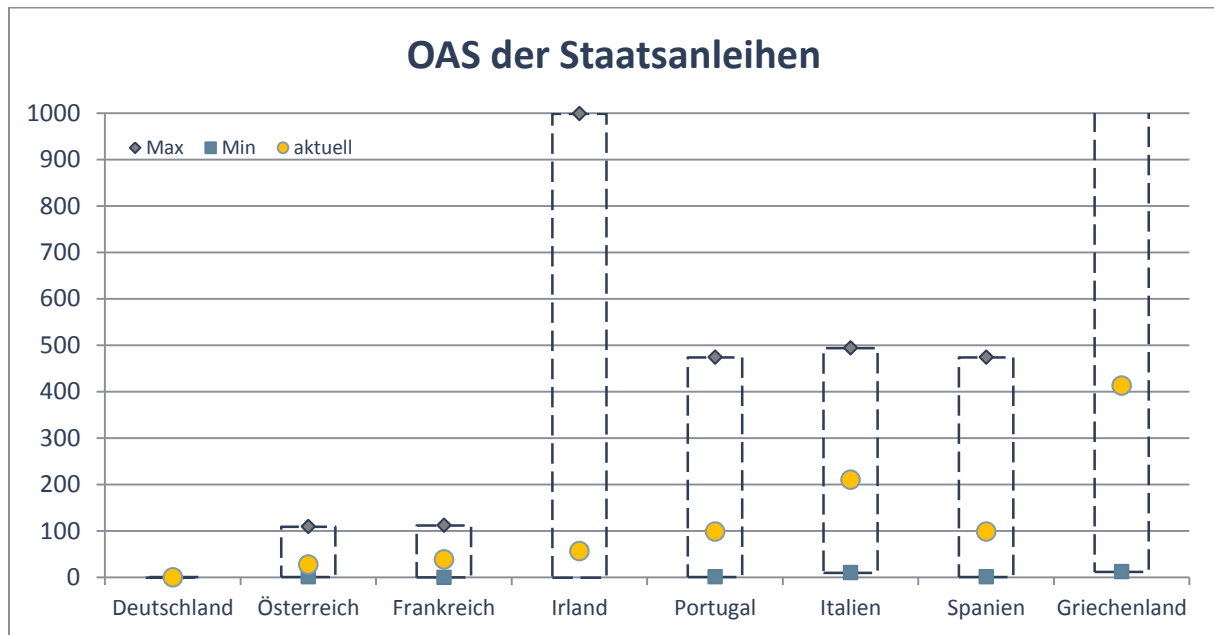


Quelle: Thomson Reuters, BofA

3.5. Spread

Der Spread repräsentiert den Risikoaufschlag der Staatsanleihen. In der Grafik wird der Aufschlag zu Deutschland dargestellt. Je höher der Risikoaufschlag, desto schlechter wird die Bonität des Landes von den Finanzmärkten eingeschätzt. Österreichische Staatsanleihen handeln gegenwärtig mit einem durchschnittlichen Aufschlag von 28 Basispunkten im Vergleich zu Deutschland. Hinter Deutschland wird Österreich damit am billigsten. Frankreich (38 Bp), Irland (56 Bp), Portugal und Spanien mit je 98 Bp müssen gegenwärtig höhere Risikoaufschläge bezahlen. Auch hier wurde die Skalierung bei 1000 Bp abgeschnitten, um die Lesbarkeit der Grafik zu erhöhen. Der Maximalwert Griechenlands beträgt 5673 Bp.

Abbildung 9: Durchschnittlicher Spread Gesamtportfolio 2004 – 2019



Quelle: Thomson Reuters, BofA

4. Emissionstätigkeit

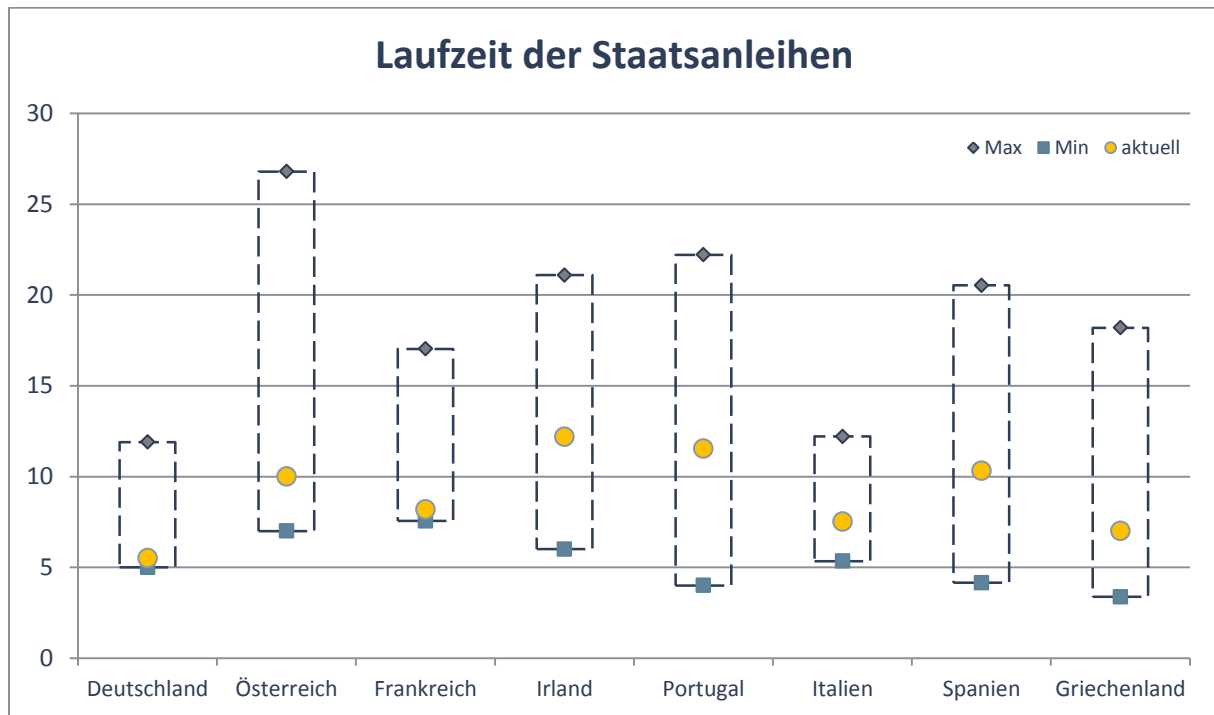
In diesem Unterpunkt analysieren die Autoren die Emissionstätigkeit der Referenzländer hinsichtlich der vorliegenden Kennzahlen. In den Unterpunkten werden die Emissionen auf Kalenderjahrebene zusammengefasst.

4.1. Laufzeit

In den vergangenen Jahren haben sich viele Staaten aufgrund des niedrigen Zinsniveaus langfristig verschuldet. Österreich hat eine 100-jährige Anleihe emittiert. Dadurch weist das Land eine relativ hohe Schwankungsbreite der Laufzeiten auf. In den vergangenen 15 Jahren schwankte die volumengewichtete Laufzeit der Neuemissionen zwischen 7,0 und 26,8 Jahren. Österreich fokussierte sich damit im Vergleich zu Deutschland auf einen wesentlich längeren Laufzeitenbereich. Interessant ist, dass gerade Deutschland mit dem

niedrigsten Zinsniveau die Fälligkeitsstruktur der Staatsanleihen im aktuellen Marktumfeld nicht deutlich verlängert hat.

Abbildung 10: Laufzeitenstruktur Emissionsportfolio 2004 – 2019

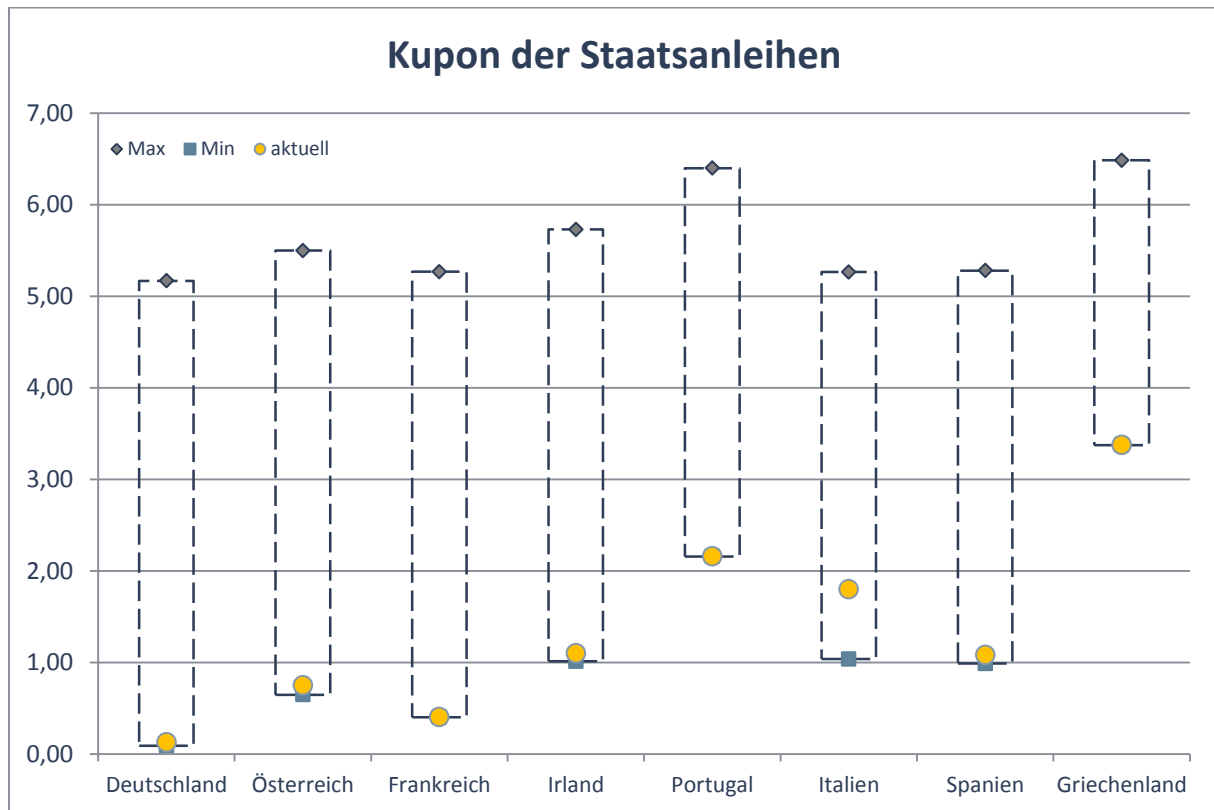


Quelle: Thomson Reuters

4.2. Kupon

Im nächsten Schritt analysieren die Autoren den durchschnittlichen Kupon des kalenderjahrspezifischen Emissionsportfolios. Von den Referenzländern konnte sich Deutschland mit Abstand am billigsten refinanzieren. Abgesehen von Italien finden alle zugrundeliegenden Referenzländer das günstige Refinanzierungsniveau der vergangenen 15 Jahr vor.

Abbildung 11: Kupon der Staatsanleihen 2004 – 2019



Quelle: Thomson Reuters

5. Refinanzierungsgewinn

In diesem Kapitel werden nun die Refinanzierungsgewinne der einzelnen Länder analysiert. Der Refinanzierungsgewinn wird wie folgt definiert:

$$\text{Refinanzierungssumme} \times (\text{\textit{Ø Kupon Ausläufer}} - \text{\textit{Ø Kupon Emissionen}}) \\ = \text{\textit{Refinanzierungsgewinn im Kalenderjahr}}$$

Refinanzierungssumme = Wenn Auslaufendes Emissionsvolumen

≥ Neuemissionsvolumen dann Auslaufendes Emissionsvolumen sonst Neuemissionsvolumen

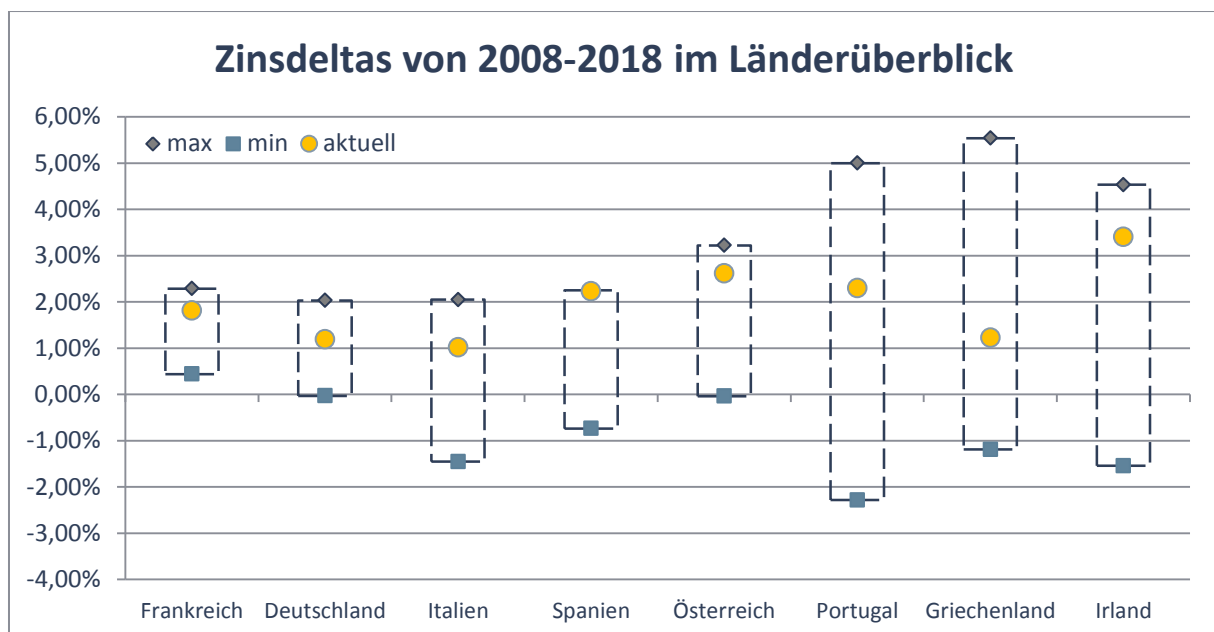
Ø Kupon Ausläufer bzw. Emissionen = volumengewichteter Kupon

Die Differenz zwischen dem Ø Kupon der auslaufenden und dem Ø Kupon der neu begebenen Emissionen wird als Zinsdelta bezeichnet. Das Zinsdelta wird anschließend mit der Refinanzierungssumme multipliziert. Ein positives bzw. hohes Zinsdelta führt somit zu einem Gewinn für den jeweiligen Staat, da der Durchschnittskupon der abgelaufenen Anleihen höher war als jener der Neuemissionen und somit muss weniger Kapital für zukünftige Kuponzahlungen verwendet werden. Im nächsten Unterkapitel werden somit die Zinsdeltas der einzelnen Länder auf Jahresbasis analysiert.

5.1. Zinsdeltas 2008 – 2018

In Abbildung 12 wird die Spannweite der Zinsdeltas der einzelnen Länder dargestellt. Auffallend ist, dass Frankreich die geringsten Schwankungen aufweist und somit als einziges Land jedes Jahr ein positives Zinsdelta aufweist. Mit Ausnahme von Spanien liegt das aktuelle Zinsdelta der Länder unter ihrem jeweiligen Höchststand. Bemerkenswert ist zudem, dass nicht das in Zahlungsschwierigkeiten geratene Griechenland das negativste Ergebnis aufweist, sondern Irland.

Abbildung 12: Zinsdeltas von 2008-2018 im Länderüberblick

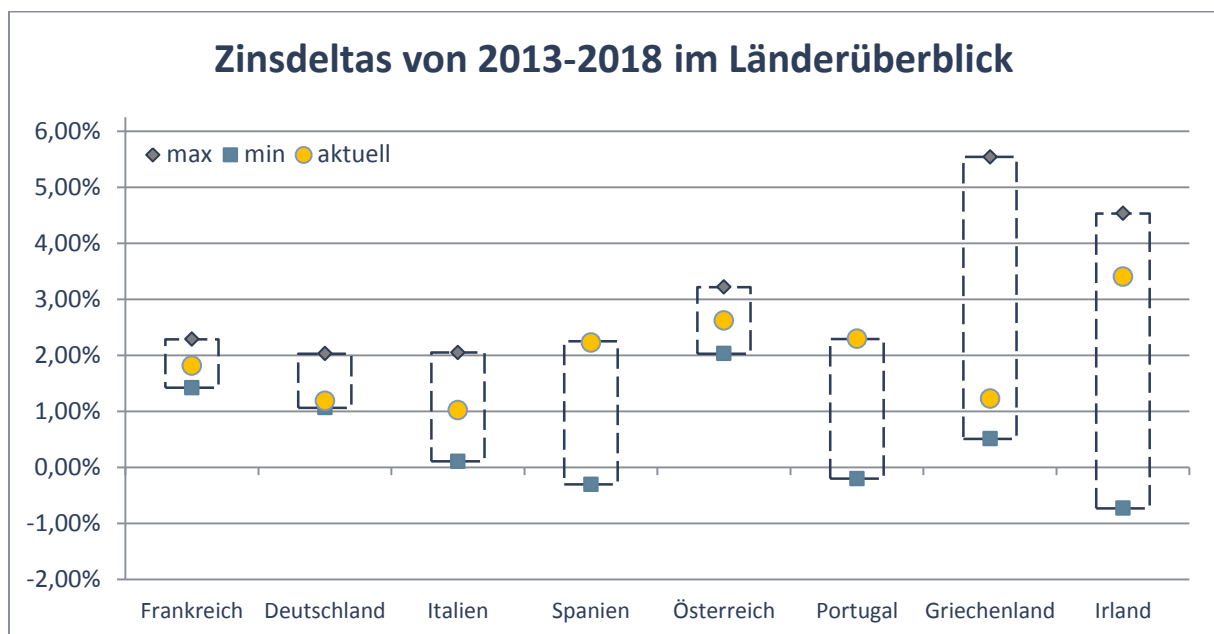


Quelle: Thomson Reuters

5.2. Zinsdeltas 2013 – 2018

Werden ausschließlich die Zinsdeltas der letzten 5 Jahre betrachtet, so ist die eklatante Verbesserung Österreichs auffallend. Das Jahr mit dem kleinsten Zinsdelta Österreichs in der Höhe von 2,03%, entspricht dem Maximalwert Deutschlands. Des Weiteren können 5 der 7 untersuchten Länder im Zeitraum von 2013 - 2018 jährlich ein positives Zinsdelta aufweisen.

Abbildung 13: Zinsdeltas von 2013-2018 im Länderüberblick



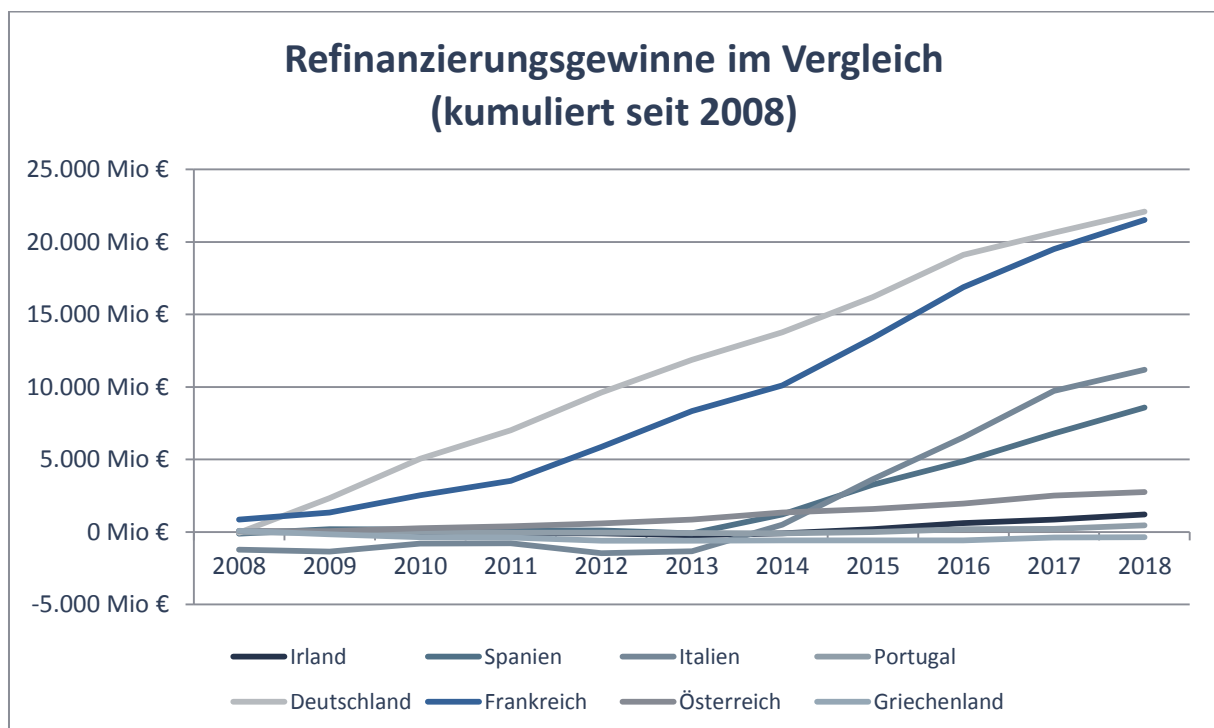
Quelle: Thomson Reuters

5.3. Refinanzierungsgewinn 2008 - 2018

Im nächsten Schritt ermitteln die Autoren die Refinanzierungsgewinne der Referenzländer. Hierfür wird das Zinsdelta mit der Refinanzierungssumme des Landes multipliziert.

In Abbildung 14 werden die kumulierten Refinanzierungsgewinne der einzelnen Länder dargestellt. In absoluten Zahlen zählen Deutschland und Frankreich mit rund 22 Mrd. EUR Gewinn zu den größten Profiteuren. Österreich weist mit 2,1 Mrd. EUR den fünftöchsten Gewinn auf. Einzig Griechenland weist in den letzten 5 Jahren ein negatives Gesamtergebnis auf und erzielte einen Verlust von ca. 350 Mio. EUR. Als kumulierter Refinanzierungsgewinn wird die jährliche Zinersparnis aufsummiert. Die Autoren halten fest, dass es sich dabei nur um eine Richtgröße handelt. Es ist davon auszugehen, dass es sich hierbei um eine eher konservative Schätzung handelt.

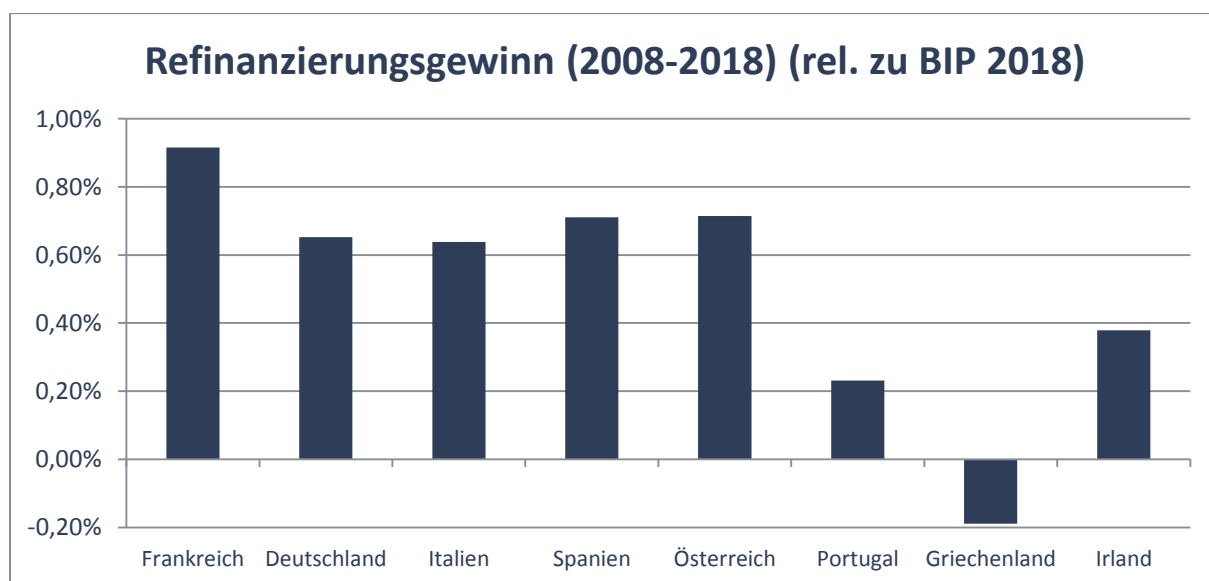
Abbildung 14: Kumulierte Refinanzierungsgewinne seit 2008



Quelle: Thomson Reuters

Aussagekräftiger und greifbarer werden diese absoluten Zahlen wenn sie mit dem BIP aus dem Jahre 2018 der jeweiligen Volkswirtschaft in Relation gestellt werden. Nun zeigt sich, dass zwar auch hier Frankreich das Ranking anführt, Deutschland aber beispielsweise nur knapp vor Italien den 4. Platz belegt. Die großen Gewinner sind somit Frankreich, Spanien und Österreich, welche relativ gesehen die höchsten Gewinne erzielen konnten. Am unteren Ende befinden sich Irland, Portugal und Griechenland.

Abbildung 15: Refinanzierungsgewinn der einzelnen Länder von 2008-2018 in Relation zum BIP

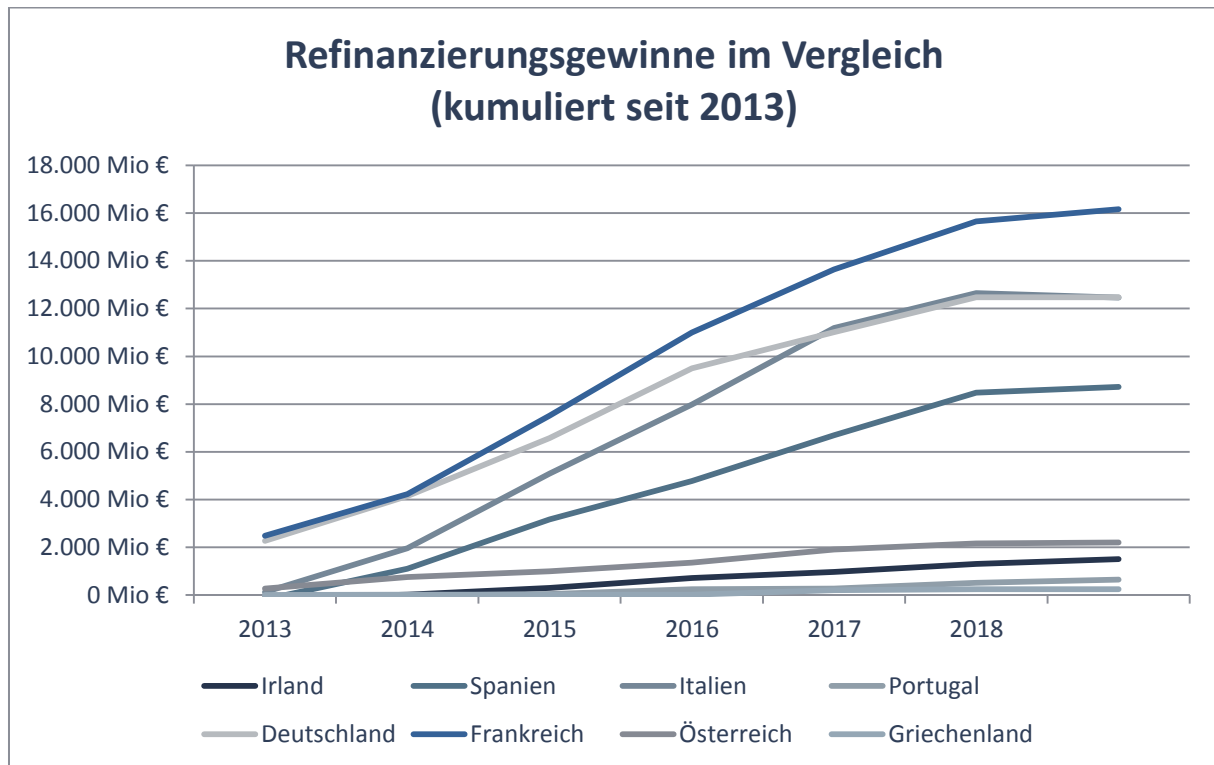


Quelle: Thomson Reuters, Eurostat

5.4. Refinanzierungsgewinn 2013 - 2018

Betrachtet man nun nur die Niedrigzinsphase der letzten fünf Jahre, so zeigt sich, dass der Großteil der Refinanzierungsgewinne in diesem Zeitraum erzielt wurde. Im Unterschied zum zehnjährigen Beobachtungszeitraum konnten alle Länder einen positiven Refinanzierungsgewinn erzielen. Vor allem Italien konnte in den letzten 5 Jahren durch ihre Emissionstätigkeiten deutliche Refinanzierungsgewinne erzielen und liegt mit einem Refinanzierungsgewinn von über 12,6 Mrd. EUR sogar noch vor Deutschland am zweiten Platz. Grund für diese enorme Steigerung ist, dass die Refinanzierungsverluste Italiens von 2008 – 2013 in der Höhe von 6,8 Mrd. EUR wegfallen. Die Grafik verdeutlicht vor allem, dass der Großteil der Refinanzierungsgewinne der Länder in den letzten 5 Jahren erzielt wurde.

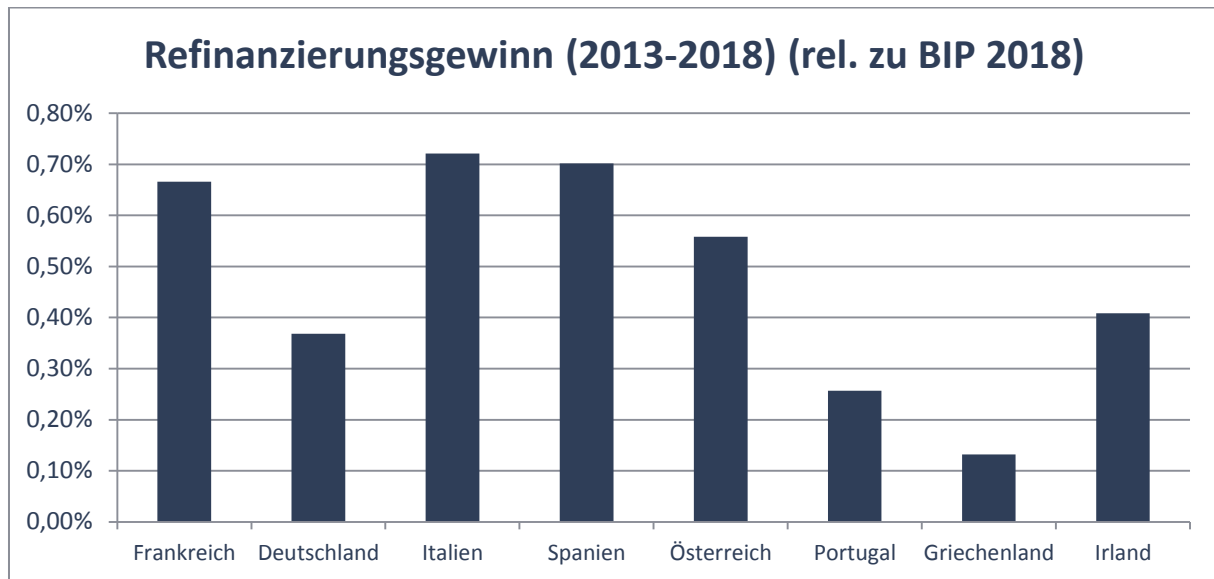
Abbildung 16: Kumulierte Refinanzierungsgewinne seit 2013



Quelle: Thomson Reuters

Werden die erzielten Refinanzierungsgewinne nun nochmals in Relation zum derzeitigen BIP gesetzt, zeigt sich, dass die großen Gewinner der letzten Jahre nicht Deutschland und Frankreich heißen, sondern dass Italien und Spanien am meisten von der Niedrigzinspolitik profitiert haben. Beide Länder konnten über 0,70% ihres BIPs an Refinanzierungsgewinnen am Kapitalmarkt erzielen. Deutschland landet in diesem Vergleich nur an 6. Stelle und liegt somit sogar hinter Irland. Am wenigsten konnten Portugal und Griechenland von dem Niedrigzinsumfeld profitieren, deren Gewinne sich in den letzten 5 Jahren sich auf 0,26 % bzw. 0,13 % des BIPs beschränken.

Abbildung 17: Refinanzierungsgewinn der einzelnen Länder von 2013-2018 in Relation zum BIP



Quelle: Thomson Reuters, Eurostat

6. Ausläufer – Ein Blick in die Zukunft

In diesem Kapitel gehen die Autoren nun einen Schritt weiter und werfen einen Blick in die Zukunft. Fakt ist, dass in den letzten 10 Jahren bis auf Griechenland alle Länder einen Refinanzierungsgewinn erwirtschaften konnten. Blickt man nur auf die letzten 5 Jahre, so ist feststellbar, dass alle Länder von der Niedrigzinspolitik der EZB profitiert haben und teilweise erhebliche Gewinne erzielen konnten.

Allerdings ist davon auszugehen, dass auch die Niedrigzinspolitik der EZB ein Ende finden wird. Wann genau mit den ersten Zinserhöhungen zu rechnen ist, kann derzeit niemand seriös vorhersagen. Was allerdings ermittelbar ist, sind die Risiken, die die Länder im Laufe der Zeit in ihrem Portfolio aufgebaut haben.

6.1. Auslaufende Emissionen 2019 - 2024

Nachfolgende Tabelle zeigt die Gesamtverschuldung sowie die Summe der auslaufenden Anleihen in den nächsten 5 Jahren. In der dritten Spalte wird die Summe der Ausläufer in Relation zur Gesamtverschuldung gestellt und in der vierten Spalte der Durchschnittszins der fällig gestellten Emissionen. In dieser Aufstellung ist ersichtlich, dass der Durchschnittszins bei Deutschland mit Abstand am niedrigsten ist. Dies bedeutet in weiterer Folge, dass Deutschland in Zukunft niedrigere Refinanzierungsgewinne erzielen wird, da das Zinsniveau der auslaufenden Anleihen bereits volumengewichtet 1,337% beträgt.

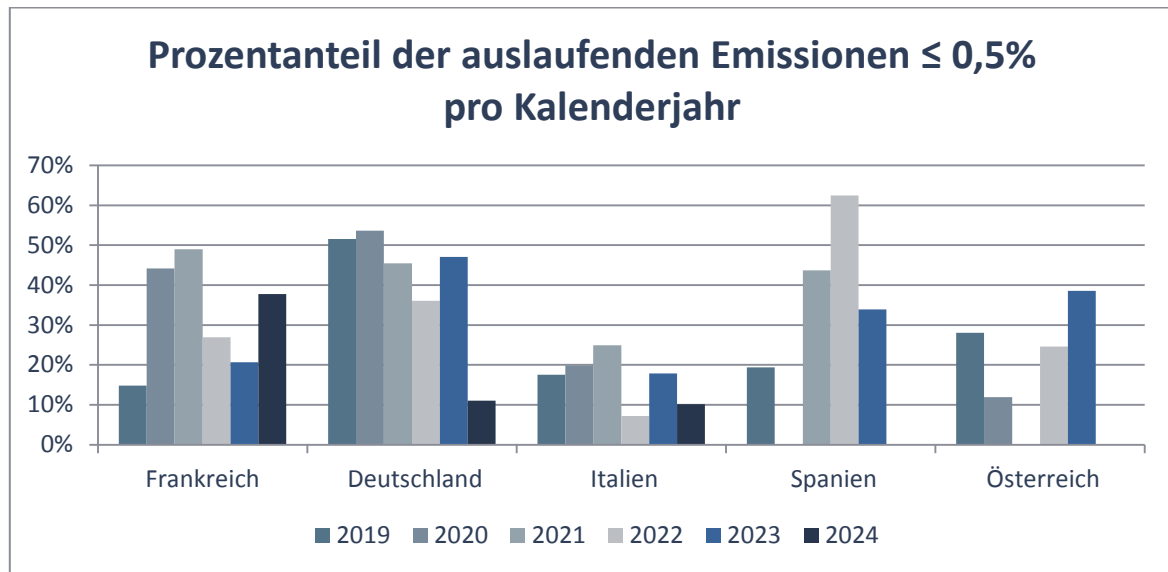
Abbildung 18: Auslaufende Emissionen 2019 - 2024

	Outstanding Risk (= Verschuldung)	Ausläufer in den nächsten 5 Jahren	Ausläufer in den nächsten 5 Jahren (einschl. 2024) relativ zur Gesamtverschuldung	Ausläufer in den nächsten 5 Jahren durchschn. Zins
Frankreich	2.322.000,00 Mio €	853.151,59 Mio €	36,74%	2,05%
Deutschland	2.053.000,00 Mio €	666.250,00 Mio €	32,45%	1,34%
Italien	2.331.000,00 Mio €	969.496,63 Mio €	41,59%	2,64%
Spanien	1.176.000,00 Mio €	447.148,47 Mio €	38,02%	2,71%
Österreich	288.696,00 Mio €	113.345,57 Mio €	39,26%	2,50%
Portugal	248.934,00 Mio €	60.594,22 Mio €	24,34%	4,29%
Griechenland	334.988,00 Mio €	73.254,28 Mio €	21,87%	5,46%
Irland	216.246,00 Mio €	67.125,10 Mio €	31,04%	4,14%

Quelle: Thomson Reuters, Eurostat

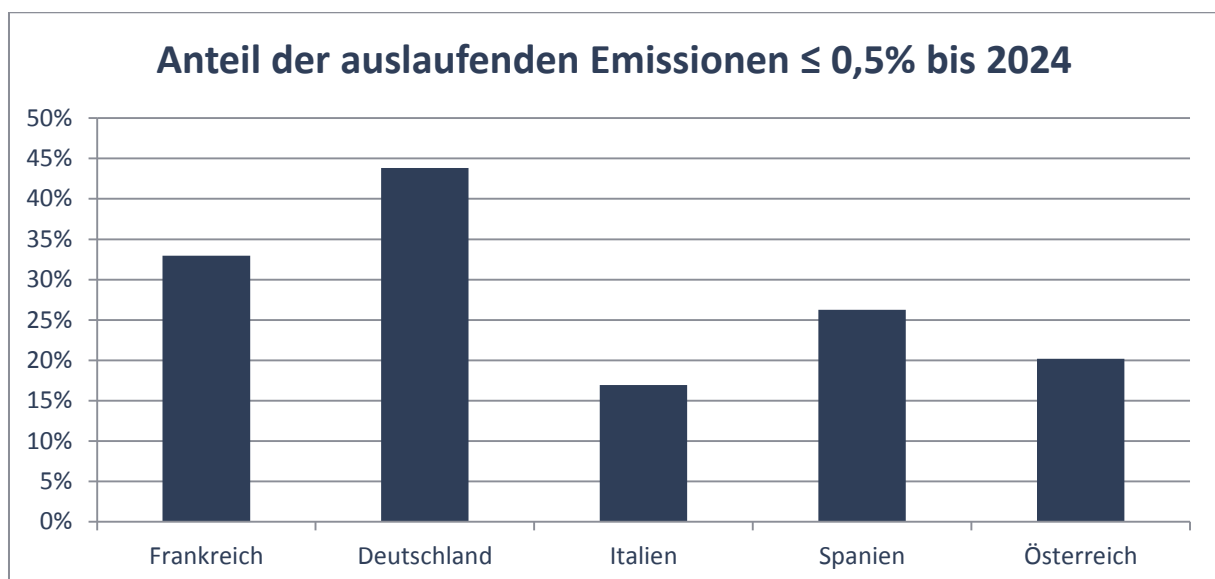
Aus Sicht der Autoren ist die Betrachtung des volumengewichteten Durchschnittszinssatzes der auslaufenden Emissionen allerdings nicht zufriedenstellend, da dieser leicht durch Emissionen mit hohem Kupon verzerrt werden kann. Darum wird im nächsten Schritt die Zinsstruktur der auslaufenden Emissionen betrachtet.

In Abbildung 19 wird der relative Anteil der auslaufenden Emissionen welche einen Kupon von kleiner gleich 0,5% aufweisen im Vergleich zum Volumen aller zur Tilgung fällig gestellten Anleihen pro Kalenderjahr dargestellt. Hier zeigt sich, dass vor allem in Deutschland ein Großteil der Niedrigzins-Emissionen in naher Zukunft auslaufen werden. So beträgt der Anteil dieser in 4 von 6 Jahren mehr als 45%. In Österreich und Italien fällt der Anteil der Anleihen mit niedrigem Kupon wesentlich geringer. Die Länder Portugal, Griechenland und Irland verfügen über keinerlei Emissionen in diesem Zinsniveau und werden somit auch nicht in der Grafik dargestellt.

Abbildung 19: relativer Anteil der auslaufenden Emissionen $\leq 0,5\%$ zum Gesamtvolumen pro Kalenderjahr

Quelle: Thomson Reuters, Eurostat

Die nächste Abbildung verdeutlicht, dass der Anteil der auslaufenden Emissionen mit Niedrigkupon in Deutschland mit 43% am Gesamtvolumen der Ausläufer im Ländervergleich eindeutig am höchsten ist. Österreich weist mit 20% nur einen geringfügig größeren Anteil als Italien auf.

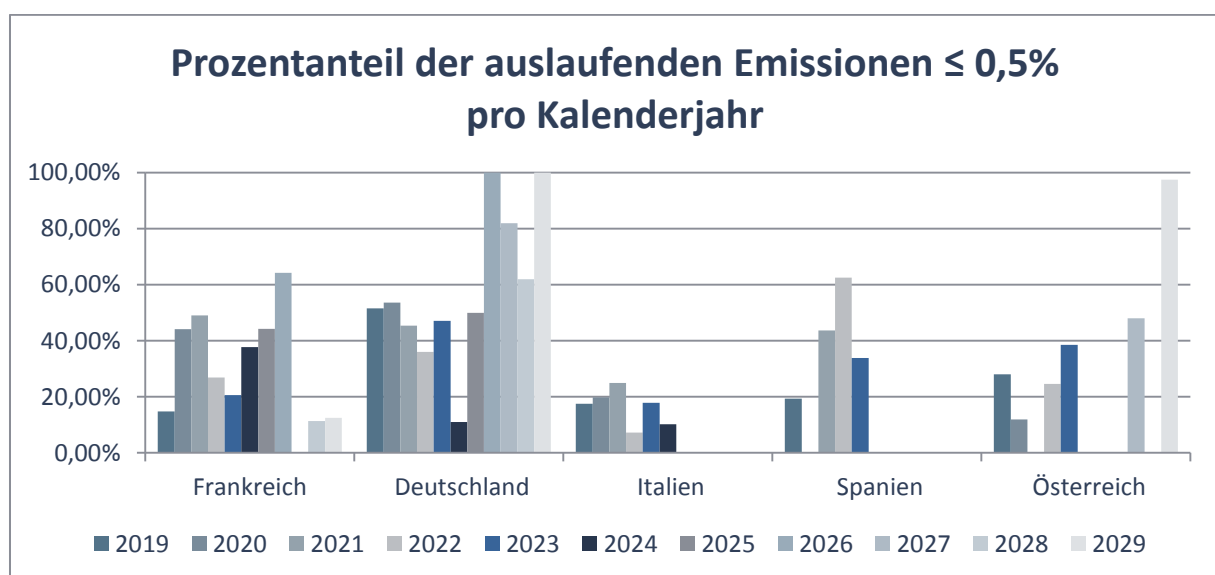
Abbildung 20: Anteil der auslaufenden Emissionen $\leq 0,5\%$ bis 2024

Quelle: Thomson Reuters, Eurostat

6.2. Auslaufende Emissionen 2019 - 2029

Die Autoren haben den Blick auch noch weiter in die Zukunft gerichtet und die auslaufenden Anleihen bis zum Jahr 2029 analysiert. Im ersten Schritt wurde wieder der Anteil jener Emissionen ermittelt, deren Kupon 0,5% oder weniger beträgt. Ziel ist es, das Ausmaß zukünftiger Refinanzierungsgewinne abschätzen zu können. In der Abbildung 21 wird der relative Anteil für die jeweiligen Referenzländer dargestellt. Geht man über das Jahr 2025 hinaus, ist der Anteil an Niedrigzinsanleihen in Deutschland besonders hoch. Zwischen 2026 und 2029 beträgt der Anteil der Ausläufer mit einem niedrigen Kupon zumindest 62%. In den Jahren 2026 und 2029 sind sogar 100% aller Ausläufer diesem Segment zuzuordnen. In Österreich laufen nicht in allen Jahren Anleihen aus. Im Jahr 2029 wird allerdings zum Zeitpunkt der Analyse ein ähnliches Niveau erreicht. 97,5% aller auslaufenden Staatsanleihen haben einen Kupon von 0,5% oder weniger. Die Länder Portugal, Griechenland und Irland verfügen über keinerlei Emissionen in diesem Zinsniveau und werden somit auch nicht in der Grafik dargestellt. Im Vergleich zu Deutschland weist Frankreich ein deutlich geringeres Refinanzierungsrisiko auf. Das Ausmaß der auslaufenden Staatsanleihen mit einem Kupon von maximal 0,5% erreicht im Jahr 2026 mit 64,3% seinen Höhepunkt. Interessant ist auch, dass Italien und Spanien von dieser Problematik weniger betroffen sind. Das hängt mit Sicherheit auch damit zusammen, dass jene Länder sich kürzer refinanzieren.

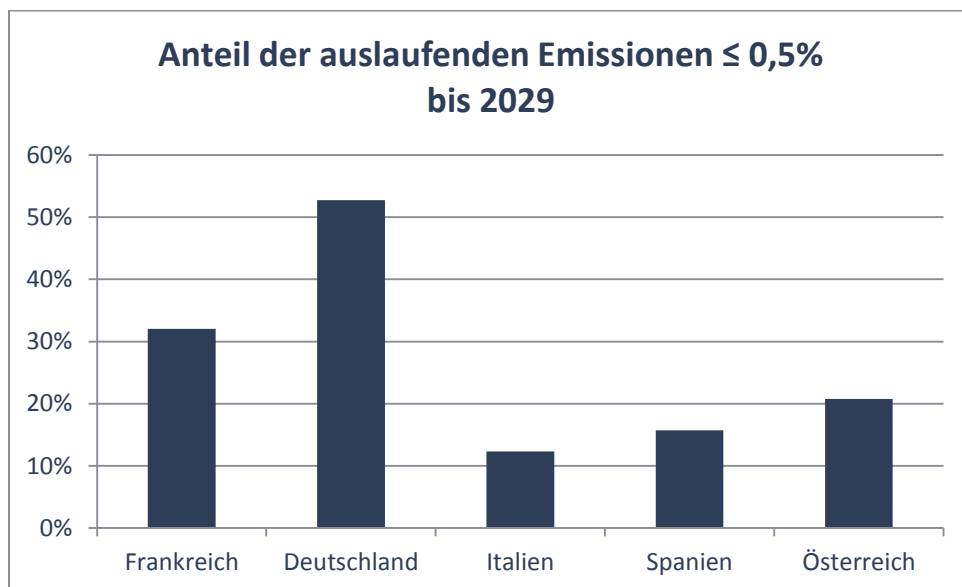
Abbildung 21: Relativer Anteil der auslaufenden Emissionen $\leq 0,5\%$ zum Gesamtvolumen pro Kalenderjahr



Quelle: Thomson Reuters

Im nächsten Schritt haben die Autoren den Anteil der Emissionen mit einem Kupon von max. 0,5% kumuliert für den Zeitraum 2019 bis 2029 dargestellt. Deutschland weist unter dieser Betrachtungsweise das mit Abstand größte Refinanzierungsrisiko der zugrundeliegenden Referenzländer auf. Mehr als die Hälfte der auslaufenden Emissionen sind diesem Segment zuzuordnen. Das Ausmaß in Frankreich mit knapp einem Drittel aller auslaufenden Staatsanleihen ist deutlich geringer. Italien, Spanien und Österreich weisen im Vergleich zu den großen Ländern ein merklich geringeres Refinanzierungsrisiko auf.

Abbildung 22: Anteil der auslaufenden Emissionen $\leq 0,5\%$ bis 2024

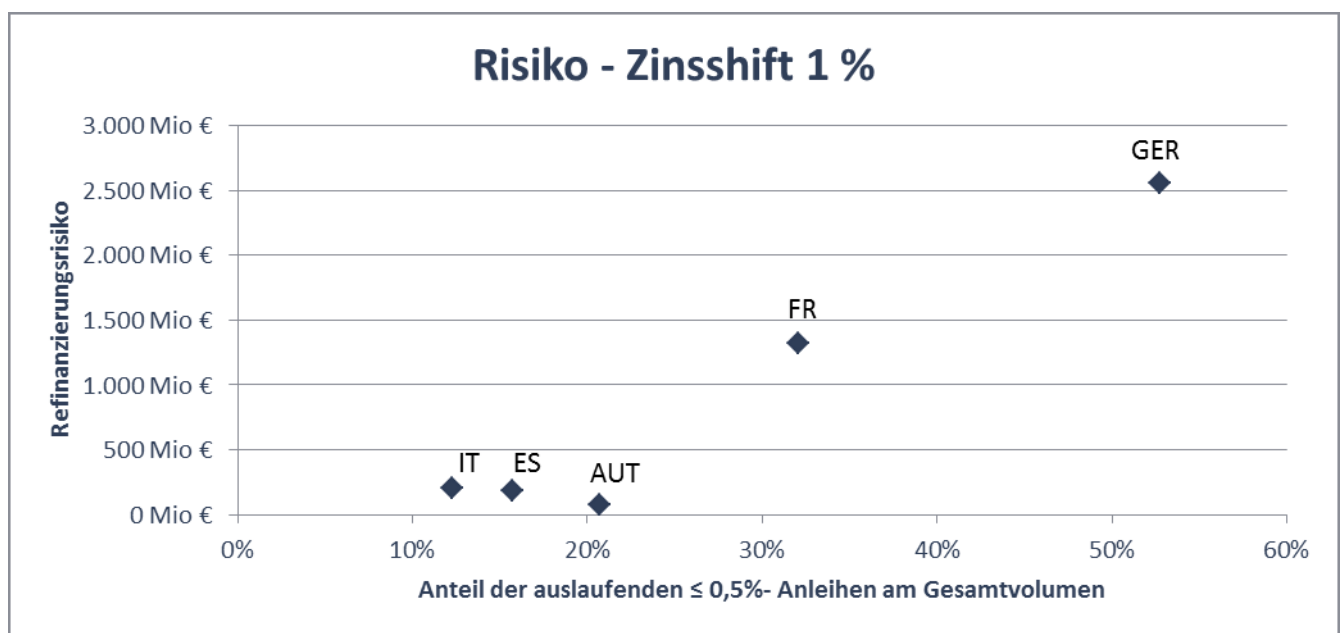


Quelle: Thomson Reuters

7. Conclusio

In der Abbildung 23 wird auf der x-Achse der Anteil der Ausläufer bis 2029 mit einem Kupon von maximal 0,5% dargestellt. Um das Refinanzierungsrisiko abbilden zu können, haben die Autoren das Volumen der Niedrigzinsanleihen als Basis herangezogen. Das Refinanzierungsrisiko entspricht demnach den jährlichen Mehrkosten, sofern sich die Staaten um 1% höher refinanzieren müssen. Deutschland weist demnach das höchste Refinanzierungsrisiko der Referenzländer auf. Etwas mehr als 50% der Ausläufer der nächsten 10 Jahre ist gegenwärtig mit maximal 0,5% verzinst. Unterstellt man einen 1%igen Zinsshift, würden die Staatsfinanzen um rund 2,5 Milliarden pro Jahr mehr belastet werden. Frankreich weist bei einem Drittel der Ausläufer sowie ein Refinanzierungsrisiko von rund 1,3 Milliarden EUR eine deutlich geringere Zinssensitivität auf. Österreich, Spanien und Italien sind dahingehend nur geringfügig betroffen.

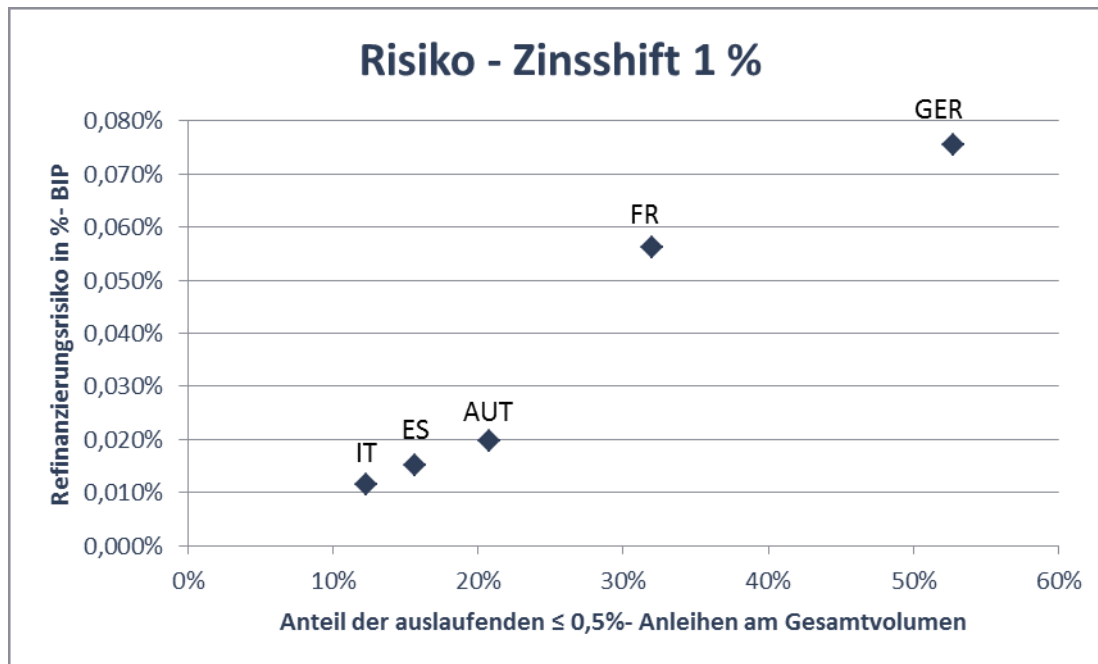
Abbildung 23: Anteil der auslaufenden Emissionen $\leq 0,5\%$ bis 2029 vs. Refinanzierungsrisiko (1% Zinsshift)



Quelle: Thomson Reuters

Interessant ist es auch, wenn man es nicht absolut sondern in Relation zum BIP betrachtet. Ein Zinsshift um 1% würde Deutschlands Staatsfinanzen mit 0,076% vom BIP belasten. Das Risiko ist für Österreich deutlich geringer. Sollten jene Anleihen mit weniger als 0,5% Kupon in den kommenden 10 Jahren um 1% höher refinanziert werden müssen, werden die Staatsfinanzen mit 0,02% vom BIP belastet.

Abbildung 24: Anteil der auslaufenden Emissionen ≤ 0,5% bis 2029 vs. Refinanzierungsrisiko



Quelle: Thomson Reuters, Eurostat

Abschließend lässt sich somit sagen, dass die großen Refinanzierungsgewinne für einige Länder bereits erzielt wurden und der Spielraum für zukünftige Refinanzierungsgewinne minimal bzw. voraussichtlich sogar negativ sein wird. Vor allem für Deutschland und Frankreich fällt bei gleichbleibenden Zinsen eine attraktive Einnahmequelle weg. Sollten zukünftig die Zinsen sogar wieder ansteigen, würden durch das Auslaufen der Niedrigzinsemissionen zwangsläufig erhebliche Kosten für die Staatskassen anfallen.

Vor allem das Anleihenportfolio von Deutschland birgt große Risiken, da dieses größtenteils aus Niedrigzinsemissionen besteht und somit Gewinne durch Refinanzierung in Zukunft nicht mehr möglich sein werden. Allein diese Refinanzierungsgewinne haben dem deutschen Staat in den letzten 10 Jahren rund 22 Mrd. EUR an Erträgen beschert. Diese beachtliche Summe wird den deutschen Fiskus in Zukunft nicht nur fehlen, sondern kann auch bei einem Zinsanstieg zu erheblichen Verlusten führen.

Die großen Profiteure der Niedrigzinspolitik sind Spanien, Italien und Österreich. Diese haben nicht nur den höchsten, in Relation zum BIP berechneten, Refinanzierungsgewinn erzielt, sondern durch umsichtige Laufzeitstrukturgestaltung ihres Anleihenportfolios auch in den nächsten 10 Jahren keine allzu große Risikoposition aufgebaut.

Hinweis

Diese Unterlage basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen und dient der zusätzlichen Information unserer Anleger (Marketingmitteilung). Die Anteile der genannten Fonds dürfen nur in Ländern öffentlich angeboten oder verkauft werden, in denen ein solches öffentliches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist. Die Unterlage ist weder ein Anbot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf noch eine Einladung zur Anbotslegung oder eine Kauf- bzw.

Verkaufsempfehlung. Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse von Anlegern hinsichtlich Ertrag, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Jede Kapitalanlage ist mit Risiken verbunden

Wir übernehmen für die Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der hier wiedergegebenen Informationen und Daten sowie das Eintreten von Prognosen keine Haftung. Die Unterlage ersetzt keinesfalls eine anleger- und objektgerechte Beratung sowie umfassende Risikoaufklärung. Die Anlagegrundsätze der Fonds können zukünftigen Änderungen unterworfen sein. Auf die Einhaltung von Anlagegrundsätzen und Anlagezielen sowie der Nachhaltigkeitskriterien einzelner Fonds, insofern es sich um freiwillige und nicht in den jeweils gültigen Prospekten festgelegte Beschränkungen handelt, besteht daher kein Rechtsanspruch.

Erhaltene Auszeichnungen, Preise und Ähnliches (wie z.B. Morning Star Rating) lassen keine Rückschlüsse auf die Zukunft zu, da sie für die Vergangenheit verliehen werden. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Investmentfonds zu. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen fallen oder steigen. Ausgabe- und Rücknahmespesen der Fonds sowie sonstige externe Spesen und Steuern sind in den Performanceberechnungen nicht berücksichtigt und mindern die Performance. Ertragserwartungen stellen bloße Schätzungen zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar und sind kein verlässlicher Indikator für eine tatsächliche künftige Entwicklung.

Die aktuellen Prospekte und die Wesentlichen Anlegerinformationen ("KID", "KIID") sind in deutscher Sprache auf der Homepage www.securitykag.at (Fonds) sowie am Sitz der Security Kapitalanlage AG, Burgring 16, 8010 Graz als Emittentin und der SEMPER CONSTANTIA PRIVATBANK AG, Heßgasse 1, 1010 Wien, als Depotbank kostenlos erhältlich.

Bitte beachten Sie auch die besonderen Risikohinweise der Fonds auf unserer Homepage.