



# Europäische Zentralbank

## Neuer Kapitalschlüssel „erfordert“ Abbau italienischer, spanischer und französischer Staatsanleihen

28. März 2019

Autor  
Sebastian Becker  
+49(69)910-21548  
sebastian-b.becker@db.com

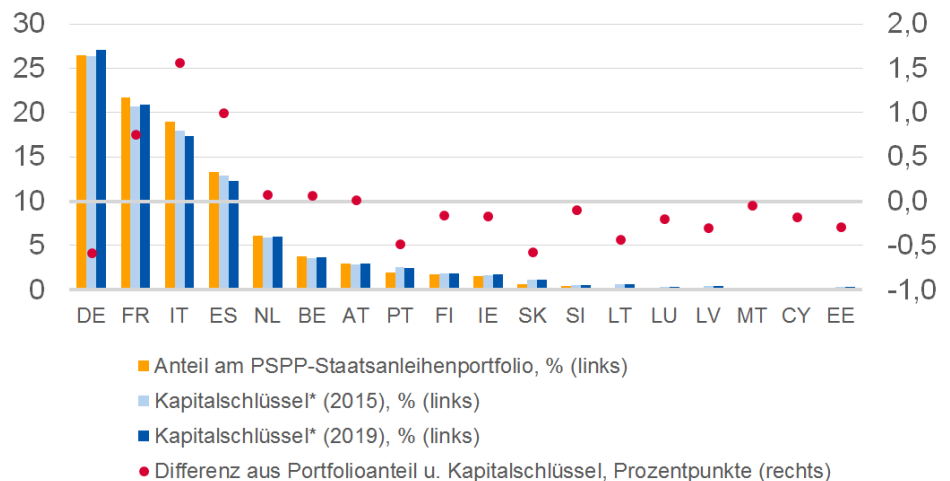
www.dbresearch.de

Deutsche Bank Research Management  
Stefan Schneider



Die EZB hat auf ihrer jüngsten Ratssitzung am 7. März 2019 beschlossen, die Geldpolitik weiterhin extrem expansiv auszurichten. So hat sie angekündigt, ihre Leitzinsen nunmehr bis mindestens Ende 2019 auf den derzeit sehr niedrigen Niveaus zu halten – zuvor galt diese Zusicherung nur bis „über den Sommer hinaus“. Ebenso hat sie nochmals bekräftigt, ihren hohen Bestand an EWU-Staatsanleihen, der zwischen März 2015 und Ende Dezember 2018 aufgebaut wurde, auf unabsehbare Zeit aufrechtzuerhalten. Somit müssen sämtliche zur Rückzahlung fällige Assets aus dem APP-Programm (Asset Purchase Programme) reinvestiert werden, so auch jene Staatsanleihen aus dem PSPP-Portfolio (Public Sector Purchase Programme). Dies dürfte also noch einige Zeit die Nachfrage nach EWU-Staatsanleihen stützen und deren Renditen nach unten drücken.

Die EZB hält mehr italienische, französische und spanische Staatsanleihen, als nach dem Kapitalschlüssel geboten wäre



\* Kapitalschlüsselanteil an den aggregierten Kapitalschlüsseln aller EWU-Staaten ohne Griechenland.

Quellen: EZB, AMECO, Deutsche Bank Research



Interessant ist in diesem Zusammenhang die Ankündigung der EZB vom 13. Dezember 2018\*, in der sie betont hat, die Zusammensetzung ihres PSPP-Anleiheportfolios während der Reinvestitionsphase stärker mit den Kapitalschlüsseln der nationalen Notenbanken am EZB-Kapital in Einklang zu bringen. Die dafür maßgeblichen EZB-Kapitalschlüssel wurden zuletzt am 3. Dezember 2018 angepasst (dies erfolgt turnusgemäß alle fünf Jahre). Sie errechnen sich aus dem gleichgewichteten Mittelwert der Anteile eines jeden Mitgliedstaates an der Gesamtbevölkerung und der aggregierten Wirtschaftsleistung der EU. Für die neuen Kapitalschlüssel, die am 1. Januar 2019 in Kraft getreten sind, wurden die Bevölkerungszahlen für 2016 und das nominale BIP zu Marktpreisen (Durchschnitt 2011-15) herangezogen. Nach den aktualisierten Kapitalschlüsseln hat Deutschland als wirtschaftlich größtes und bevölkerungsreichstes Land weiterhin das höchste Gewicht (18,37% vs. 18% nach dem alten 2015er-Schlüssel), gefolgt von Frankreich (14,21% vs. 14,18%), Italien (11,8 vs. 12,31%) und Spanien (8,34% vs. 8,84%). Bezogen auf das lediglich von den EWU-Staaten eingebrachte EZB-Kapital und ohne Berücksichtigung Griechenlands, dessen Staatsanleihen nicht Teil der PSPP-Käufe sind, liegen die für die Aufteilung des PSPP-Staatsanleihen-Portfolios relevanten Anteile der vier großen EWU-Länder bei 27,05% (26,33%) für Deutschland, 20,93% (20,74%) für Frankreich, 17,38% (18,01%) für Italien und 12,28% (12,93%) für Spanien. Allerdings weicht hiervon die Aufteilung des PSPP-Portfolios ab. Die EZB hält überproportional viele italienische, französische und spanische Staatsanleihen, wohingegen sie zu wenige deutsche Schuldtitel auf ihren Büchern hat. Für Italien und Spanien hat sich dieses Missverhältnis durch die gesunkenen 2019er Gewichte noch verstärkt.

Sofern die EZB damit Ernst macht, ihre relativen PSPP-Portfolioanteile künftig stärker an den (neuen) Kapitalschlüsseln auszurichten, müsste sie ihren Bestand an italienischen, französischen und spanischen Anleihen reduzieren und ihre Positionen deutscher Anleihen erhöhen. Bezogen auf ihr PSPP-Staatsanleiheportfolio von aktuell rund EUR 1,95 Billionen bzw. mehr als 16% der EWU-Wirtschaftsleistung (Stand: Februar 2019) müsste sie ihre Aktiva an italienischen, spanischen und französischen Staatsanleihen um ca. EUR 31 Mrd. (von aktuell EUR 369 Mrd.), EUR 20 Mrd. (von EUR 259 Mrd.) und EUR 15 Mrd. (von EUR 422 Mrd.) abbauen. Dahingegen müsste sie ihre Positionen an deutschen Staatsanleihen um rund EUR 11 Mrd. (von EUR 515 Mrd.) erhöhen. Über welchen Zeitraum diese Anpassungen genau vorgenommen werden sollen, präzisiert die EZB in ihrem Statement vom 13. Dezember 2018 nicht: Es heißt lediglich, dass die Anpassungen graduell erfolgen sollen und es zu begrenzten und vorübergehenden Abweichungen hinsichtlich Höhe und Zusammensetzung des APP-Portfolios während der Reinvestitionsphase kommen kann. Auch wenn die PSPP-Anleihebestände an italienischen, französischen und spanischen Staatsanleihen leicht sinken dürften, wird die EZB auch weiterhin de facto den hochverschuldeten EWU-Staaten einen Großteil ihrer jährlich zu finanzierenden Haushaltslücken über die Wiederveranlagung auslaufender Staatsanleihen refinanzieren. Derzeit machen die von der EZB im Rahmen von PSPP gehaltenen Staatsanleihen ca. 22% (21,4%), 15,8% (21%) und 18,2% (18%) der gesamtstaatlichen Verschuldung (bzw. des nationalen BIPs) Spaniens, Italiens und Frankreichs aus.

[\*] Siehe Pressemitteilung "ECB decides on technical parameters for the re-investment of its asset purchase programme".



## Europäische Zentralbank

---

© Copyright 2019. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.