



Juli 2017



Megatrend Niedrigzins und Verschuldung

Der Tag nach QE: Der EZB-Exit und die Marktfolgen

Das Wichtigste im Überblick

- Im Rahmen des QE-Exits wird die EZB ihre Bilanz nicht auf das Vorkrisenniveau zurückfahren. Wir erwarten eine nachhaltig höhere Bilanz im Bereich von 2.500 Mrd. Euro. Im Vergleich zum Hochpunkt nach Ende der QE-Neukäufe Ende 2018 entspricht dies dennoch einer Halbierung der Liquiditätsversorgung im Euro-Raum.
- Die QE-Wertpapierbestände dürften nur zu etwa 60% abgebaut werden. Damit verbleibe ein Wertpapierportfolio in Höhe von etwa 1.000 Mrd. Euro strukturell in der EZB-Bilanz. Die EZB dürfte bestrebt sein, lediglich bonitätsstarke öffentliche Anleihen und ggf. Covered Bonds dauerhaft in der Bilanz zu halten.
- Wir unterstellen, dass die EZB ihr QE-Portfolio ab Beginn 2022 um 20 Mrd. Euro pro Monat verringert. Die Bilanzsumme fällt ab diesem Zeitpunkt quasi-linear. Das Zielniveau einer Bilanzsumme von 2.500 Mrd. Euro wäre Ende 2033 erreicht.
- Der Abbau des Portfolios öffentlicher Anleihen ist markttechnisch, juristisch und prozessual anspruchsvoll. Wir erwarten einen Anstieg der 10y-Bundrenditen um etwa 65 Bp und einen Anstieg der Risikoprämie italienischer Anleihen um 125-150 Bp.
- Covered Bond Spreads dürften sich anfangs um durchschnittlich 20-30 Bp (iBoxx EUR Covered) ausweiten. Peripherieländer dürften dabei stärker betroffen sein als Core-Märkte und Nicht-EU-Länder. Die von uns erwartete Rückkehr insbesondere von Bank- und Treasury-Investoren begrenzt das Rückschlagspotenzial.
- Bei Corporate Bonds sehen wir ein deutlich höheres Risiko stark steigender Spreads. Wir gehen davon aus, dass die EZB ab einem IG-Spread von ca. 130 Bp eine Wiederaufnahme der Käufe diskutieren wird. Auch angesichts des langfristigen Ziels einer Kapitalmarktunion dürfte das CSPP als Kriseninstrument langfristig erhalten bleiben.

Das QE-Programm hat die Kurse von öffentlichen und privaten Anleihen und Aktien weit nach oben getrieben. Analog könnten ein Ausstieg aus dem QE-Programm (Tapering) und vor allem die Rückführung der EZB-Bilanz auf ein „normales“ Niveau erhebliche Kursabschläge zur Folge haben. Um die Entwicklung der Asset-Klassen im Zuge eines Exits abzuschätzen, projizieren wir zunächst die Zielgröße der EZB-Bilanz und deren künftige Zusammensetzung. Darauf aufbauend skizzieren wir einen zeitlichen Pfad für die Rückführung der Bilanz und schätzen die Auswirkung dieser Reduktion auf die verschiedenen Asset-Klassen. Die Antwort auf die Frage nach der künftigen Höhe der EZB-Bilanz geben wir über deren Passivseite. Die Antworten auf die Fragen nach der Struktur der Bilanz und dem Weg zu diesen Zielgrößen liegen auf der Aktivseite.

Frage 1: Wie weit wird die EZB ihre Bilanz schrumpfen?

- ▶ Starke Argumente für eine dauerhaft höhere Bilanzsumme der EZB

Welches Volumen wird die EZB-Bilanz - die konsolidierte Bilanz der Euro-Notenbanken (Eurosysteem) - und damit die Liquiditätsversorgung im Euro-Raum nach einem QE-Exit mittelfristig haben? Eine Reihe von Argumenten spricht für eine nachhaltig höhere Notenbankbilanz, die deutlich über dem Niveau der Vorkrisenzeit liegen wird.

- 1) So dürfte die Liquiditätspräferenz von Banken, Haushalten und Unternehmen strukturell höher liegen, auch da der natürliche Zins im Euro-Raum wie auf globaler Ebene wegen struktureller Faktoren niedriger als vor der Krise bleiben wird. Der Geldmultiplikator, der seit 2007 erheblich gesunken ist, wird alte Niveaus kaum mehr erreichen. Um das gleiche Maß an Wirtschaftsleistung bzw. Wirtschaftswachstum zu finanzieren ist ein höheres Niveau an Notenbankliquidität notwendig. Hintergrund ist, dass die Bereitstellung von Kapital und Liquidität über den Finanzmarkt im Euro-Raum eingeschränkt und die Abhängigkeit des globalen Finanzmarktes und der Wirtschaft von den Notenbanken erhöht bleiben dürfte.

- 2) Aufgrund des niedrigeren natürlichen Zinses dürften quantitative Maßnahmen (u.a. QE-Programme) künftig ein aktiveres geldpolitisches Instrument der EZB sein, was ebenso für eine strukturell höhere Bilanzsumme spricht.
- 3) Schließlich hat die Rolle des Euro als globale Reservewährung zugenommen, was für eine strukturell erhöhte Nachfrage nach Euro(-Bargeld) aus dem Nicht-Euro-Ausland spricht.

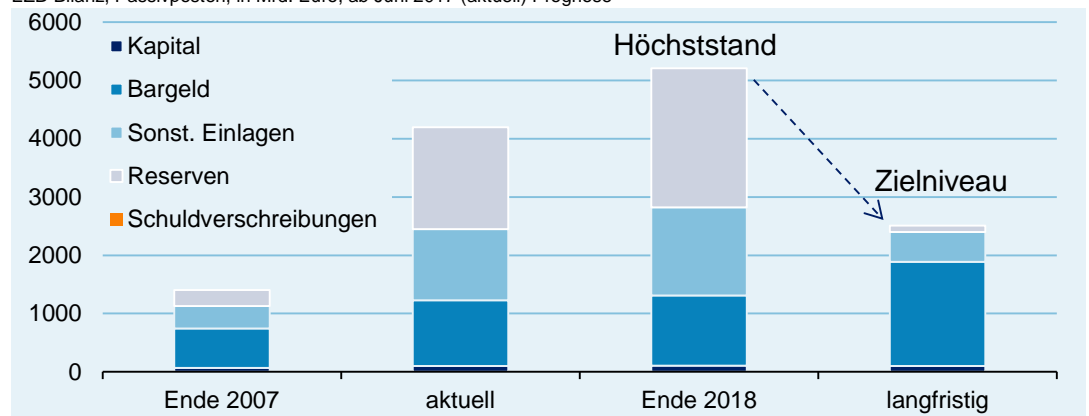
Für eine künftig niedrigere Bilanzsumme spricht, dass die Fremdfinanzierung von Unternehmen im Euro-Raum in stärkerem Maße über den Kapitalmarkt laufen wird und die Bedeutung der bankbasierten Finanzierung insgesamt sinkt. Gleiches gilt, wenn die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes durch eine fortschreitende Digitalisierung vor allem im Zahlungsverkehr wieder zulegt. Beides wirkt dem Rückgang des Geldmultiplikators entgegen.

- Zielvolumen der EZB-Bilanz von 2.500 Mrd. Euro realistisch

Insgesamt überwiegen aber klar die Argumente für eine strukturell höhere EZB-Bilanzsumme. Dies unterstreicht ein Blick auf die Entwicklung der Passivseite der EZB-Bilanz, welche die Verwendung des Zentralbankgeldes im Euro-Raum beschreibt. Die Struktur der Passivseite legt nahe, dass eine Rückführung auf Vorkrisenniveaus wenig wahrscheinlich ist. Denn nicht nur die (Überschuss-)Reservehaltung der Banken bei den Notenbanken ist seit Beginn der Krise deutlich gestiegen. Auch die Bargeldhaltung hat erheblich zugelegt und ihren seit 2003 laufenden Aufwärtstrend fortgesetzt. Pro Jahr steigt sie absolut nach wie vor recht konstant um etwa 50 Mrd. Euro. Auch in den kommenden Jahren ist mit einem Anstieg der Bargeldhaltung zu rechnen. Vor allem aber haben die unter „Sonstige Einlagen“ registrierten Posten seit Beginn der Krise deutlich zugelegt. Hierzu gehören u.a. Einlagen der öffentlichen Hand, Einlagen anderer Notenbanken und Einlagen internationaler Organisationen beim Eurosystem. Während die Reservehaltung der Banken bei einem QE-Ausstieg zum Großteil und relativ geräuschlos wieder abgebaut werden dürfte, ist eine vollständige Rückführung der Bargeldhaltung wie auch der „Sonstigen Einlagen“ auf Vorkrisenniveaus nicht realistisch bzw. hätte erhebliche negative wirtschaftliche Konsequenzen. Auch wenn Schätzungen zur Stärke der oben beschriebenen Effekte zur künftigen Bilanzhöhe mit großer Unsicherheit behaftet sind, erachten wir für die Jahre nach der Normalisierung ein Zielvolumen der aggregierten Bilanz des Eurosystems im Bereich von 2.500 Mrd. Euro für realistisch. Damit läge die Bilanzsumme etwa 2.500 Mrd. Euro unter dem zu erwartenden Höchststand nach dem Ende der QE-Käufe. Dies entspräche einer Halbierung der Liquiditätsversorgung im Euro-Raum. Im Vergleich zur Vorkrisenzeit läge die Bilanz dennoch etwa 1.000 Mrd. Euro höher.

Halbierung der Bilanz zu erwarten

EZB-Bilanz, Passivposten, in Mrd. Euro, ab Juni 2017 (aktuell) Prognose



Quelle: EZB, Datastream, BayernLB Research

Frage 2: Hält die EZB auch künftig Wertpapiere in ihrer Bilanz?

- QE-Portfolio dürfte nur zu etwa 60% wieder abgebaut werden

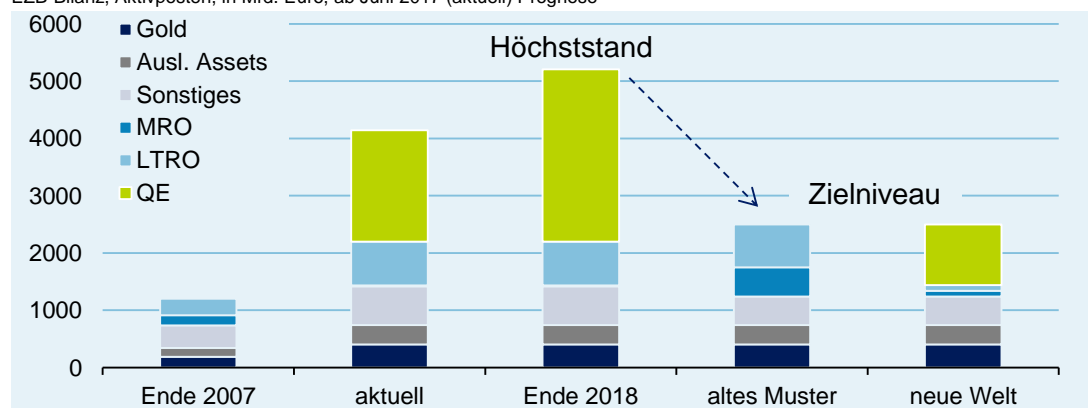
Die Effekte eines QE-Exits auf die Asset-Klassen hängen neben der Höhe der künftigen Bilanz auch maßgeblich von deren Struktur auf der Aktivseite ab. Denn diese gibt vor, in welchem Maße die verschiedenen Wertpapierportfolios der EZB reduziert werden (müssen). Hinsichtlich der künftigen Bilanzstruktur sehen wir zwei grundsätzliche Szenarien.

- 1) Das Eurosystem könnte auf der Aktivseite in die Struktur der Vorkrisenzeit zurückkehren und die Bereitstellung von Liquidität künftig wieder primär über kurz- und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte steuern. Die Refinanzierungstender müssten angesichts des nachhaltig höheren Liquiditätsbedarfs aber deutlich höhere Volumina annehmen als vor der Krise. In diesem Szenario („altes Muster“) würde das Eurosystem auf der Aktivseite nur in geringem Volumen Wertpapiere für geldpolitische Zwecke halten. Die QE-Wertpapierbestände würden im Zuge des Exits vollständig abgebaut, mit dementsprechend starken direkten Effekten für die betroffenen Asset-Klassen.
- 2) Das Eurosystem könnte an der aktuellen Struktur der Bilanz festhalten und die Bereitstellung von Liquidität auch längerfristig in einem erheblichen Ausmaß über Wertpapierbestände – über Käufe und Verkäufe – steuern. In diesem Szenario („neue Welt“ bzw. „Amerikanisierung der Geldpolitik“) würde das Eurosystem in hohem Umfang Wertpapiere für geldpolitische Zwecke halten. Die QE-Wertpapierbestände würden im Zuge des Exits nur zum Teil abgebaut, mit entsprechend geringeren direkten Effekten auf die betroffenen Asset-Klassen.

Wir halten Szenario 2) für realistischer und gehen davon aus, dass ein vollständiger Abbau der zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapierbestände nicht erfolgen wird. Wir unterstellen, dass die bis zum Ende des QE-Taperings aufgebauten Wertpapiervolumina in Höhe von gut 3.000 Mrd. Euro nur zu etwa 60% abgebaut werden. Damit verbliebe ein Wertpapierportfolio in Höhe von etwa 1.000 Mrd. Euro strukturell in der EZB-Bilanz.

Zurück zu altem Muster oder auf in die neue Welt

EZB-Bilanz, Aktivposten, in Mrd. Euro, ab Juni 2017 (aktuell) Prognose



Quelle: EZB, Datastream, BayernLB Research

- Öffentliche Anleihen bleiben dauerhaft in der EZB-Bilanz

Ebenso entscheidend für die Marktreaktion auf den Exit ist die Zusammensetzung des strukturellen Wertpapierportfolios nach Asset-Klassen. Die EZB dürfte nach US-Vorbild bestrebt sein, mittelfristig lediglich bonitätsstarke Assets für geldpolitische Zwecke in der Bilanz zu halten. Dies spricht für einen vollständigen Abbau der Bestände an Unternehmensanleihen und ABS-Papieren. Dagegen dürften öffentliche Anleihen und gegebenenfalls Covered Bonds im Volumen von gut 1.000 Mrd. Euro in der Bilanz verbleiben. Hier dürfte die EZB bestrebt sein, einen möglichst hohen Anteil an bereits jetzt verfügbaren Supras (ESM) zu halten. Bei den verbleibenden Bonds dürfte sich die regionale Zusammensetzung auch künftig am Kapitalschlüssel orientieren. Hierfür sprechen politische,

markttechnische und operationelle Gründe. In einem Alternativszenario könnte die EZB bonitätsstarke pan-europäische Wertpapiere als zentrales geldpolitisches Instrument einsetzen (Eurobonds, ESBies etc.) und die Bestände an nationalen Staatsanleihen in diese neue Kategorie tauschen. Aus EZB-Sicht wäre dies wohl der präferierte Weg, da die mit nationalen Wertpapierbeständen einhergehenden operationellen und juristischen Probleme wegfallen würden. Zum aktuellen Zeitpunkt ist allerdings unklar, ob und vor allem in welchem Volumen ein pan-europäisches Wertpapier künftig verfügbar ist.

Frage 3: Wie läuft der Bilanzabbau zeitlich ab?

- ▶ Linearer Bilanzabbau von 20 Mrd. Euro pro Monat realistisch

Grundsätzlich stehen sich für die Umsetzung der Bilanzkürzung zwei Ansätze gegenüber.

- 1) Im Rahmen eines passiven Abschmelzens würde die EZB die Reinvestitionen fälliger Wertpapiere komplett einstellen. Dadurch ergeben sich zwei Probleme: Zum einen ist die Fälligkeitsstruktur über die Zeit nicht gleichverteilt. Ähnlich wie im Falle der Fed könnte die Bilanzsumme vor allem zu Beginn stark sinken, auch da zuletzt vermehrt kurzlaufende Wertpapiere angekauft wurden. Die Finanzierungsbedingungen könnten sich abrupt drastisch verschärfen. Zum anderen ist die Fälligkeitsstruktur – anders als bei der Fed – privaten Investoren nicht bekannt und dürfte sich zudem vor allem regional deutlich unterscheiden. Während die Bilanzsummen einzelner nationaler Notenbanken unmittelbar stark zurückgehen könnten, könnte die Liquiditätsversorgung in anderen Ländern für einen längeren Zeitraum sehr reichlich bleiben. Eine divergierende Entwicklung der Finanzierungsbedingungen wäre die Folge und die QE-Volumina könnten für einzelne Länder deutlich vom Kapitalschlüssel abweichen. Bereits die Unsicherheit über die Fälligkeitsprofile könnte in diesem Szenario am Markt für erhebliche Bewegung sorgen.
- 2) Bei einem aktiven Abschmelzen würde die EZB Wertpapiere aus ihrer Bilanz aktiv am Markt verkaufen. Dies wäre angesichts der Bilanzstruktur und Vielfalt der Assets mit einem hohen Aufwand verbunden und für eine Notenbank unbekanntes Terrain. Die Marktreaktion ist dabei schwer vorhersehbar.

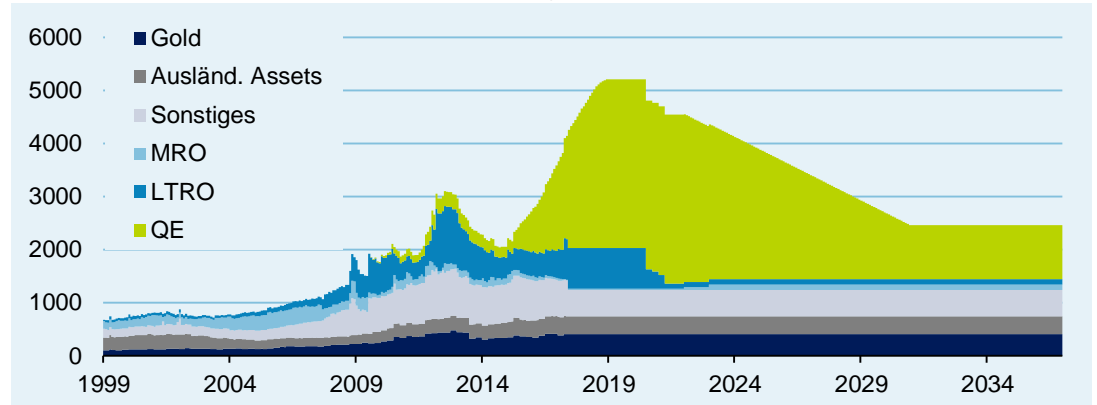
- ▶ US-Notenbank mit Vorbildfunktion

Angesichts dieser Risiken halten wir eine Mischform, ein geordnetes Abschmelzen der Bilanz, für einen realistischen Weg. Dabei würde das Eurosystem fällige Wertpapiere nur zum Teil aus der Bilanz laufen lassen und gleichzeitig aktive Käufe und Verkäufe einsetzen. Ziel ist ein kontinuierlicher und wohl linearer Abbaupfad für die Bilanz. Auch dieses Vorgehen ist mit hohem Aufwand verbunden. Es garantiert aber eine hohe Berechenbarkeit und Transparenz und kann gleichzeitig divergierende Liquiditätsbedingungen begrenzen. Zudem ist ein solches Vorgehen durch eine entsprechende Forward Guidance gut kommunizierbar. Die US-Notenbank hat mit der Veröffentlichung eines geplanten Abbaupfads auf ihrer Juni-Sitzung diesbezüglich eine Vorbildfunktion eingenommen.

- ▶ Erst 2033 wird das neue „Normalniveau“ erreicht

Wir unterstellen, dass die EZB ihr QE-Portfolio ab Beginn 2022 um 20 Mrd. Euro pro Monat verringert. Bei einem Ende der Neukäufe zum Jahresende 2018 würde die EZB analog der Fed – solange diese zum Jahresbeginn 2018 den Abbau tatsächlich in Angriff nimmt – drei Jahre für den Richtungswechsel in der Liquiditätsversorgung benötigen. Die Bilanzsumme fällt ab diesem Zeitpunkt quasi-linear. Allerdings ist zuvor in den Jahren 2020 und 2021 durch die Fälligkeiten der 4-jährigen TLTRO-2-Tender mit stärkeren Sprüngen zu rechnen (siehe Abbildung auf S.6). Denn angesichts der anhaltend reichhaltigen Liquiditätslage unterstellen wir, dass diese fälligen Mittel an die EZB zurückfließen und nur in geringem Maße durch zusätzliche längerfristige Tender ersetzt werden. Die Bilanzsumme fällt also noch bevor die EZB die geordnete Abschmelzung des QE-Portfolios beginnt um rund 700 Mrd. Euro. Das Zielniveau der Bilanzsumme von 2.500 Mrd. Euro wäre Ende 2033 erreicht.

Quasi-linearer Abbaupfad über 10 Jahre
 EZB-Bilanz, Aktivposten, in Mrd. Euro, ab Juni 2017 (aktuell) Prognose



Quelle: EZB, Datastream, BayernLB Research

Frage 4: Wie reagieren die Finanzmärkte?

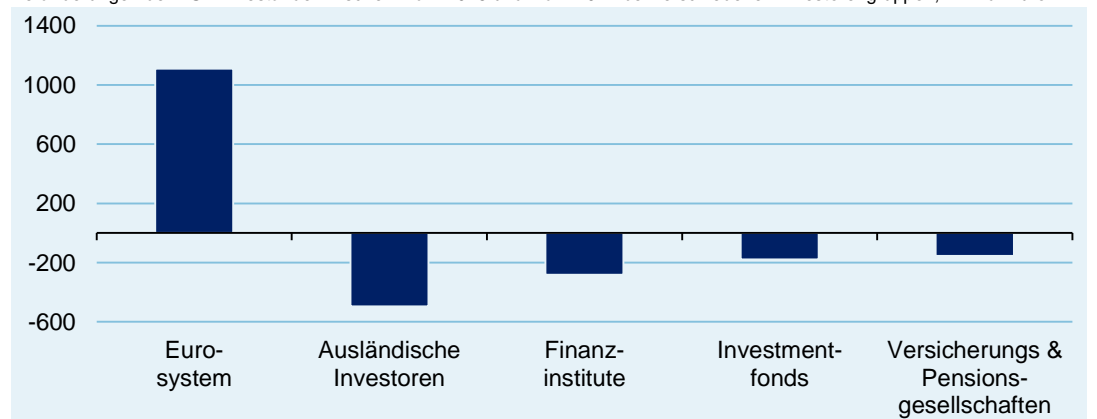
Öffentliche Anleihen: Begrenzter Anstieg der Renditen und Risikoprämien

- ▶ Ausländische Investoren müssen zurückkommen

Das Eurosystem ist in der Phase des QE-Bilanzaufbaus durch das Ankaufprogramm für öffentliche Schuldtitel (PSPP) der wichtigste Einzelkäufer an PSPP-fähigen Anleihen geworden¹. Dabei übersteigen die QE-Käufe aktuell noch deutlich das Nettoemissionsvolumen, wodurch das Eurosystem andere Investorengruppen verdrängt. Beim Ausstieg müssen die jeweiligen Schuldenagenturen bzw. öffentlichen Emittenten wieder preissensitive Investoren gewinnen, um ihre Refinanzierung sicherzustellen. Private Investoren verlangen dabei einen höheren Zins als der preisunelastische Nachfrager EZB. Insbesondere müssen die Schuldenagenturen dann wieder um die Gunst der Investoren außerhalb des Euro-Raums werben, die die größte Investorengruppe für Euro-Staatsanleihen darstellt. Ausländische Investoren haben bisher volumenmäßig wie auch verhältnismäßig, d.h. relativ zu ihrem größeren Ausgangsvolumen, die meisten Papiere an das Eurosystem verkauft.

EZB kauft vor allem bei Investoren außerhalb des Euro-Raums ein

Veränderungen der PSPP-Bestände zwischen März 2015 und März 2017 bei verschiedenen Investorengruppen, in Mrd. Euro



Quelle: EZB, BayernLB Research

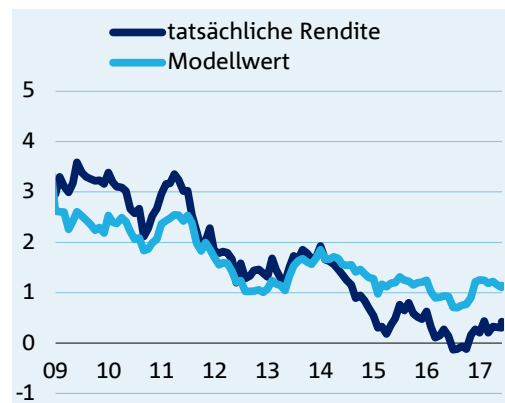
¹ Unter PSPP-fähigen Anleihen sind Euro-denominierte Anleihen von Euro-Staaten sowie von staatsnahen Emittenten aus dem Euro-Raum subsumiert.

Von März 2015 bis März 2017 haben Investoren außerhalb des Euro-Raums ihren Bestand an PSPP-Papieren um ca. 500 Mrd. Euro verringert, was 45% der Netto-Käufe des Euro-systems entspricht.²

- QE-Abbau dürfte Bundrendite um 65 Bp nach oben treiben

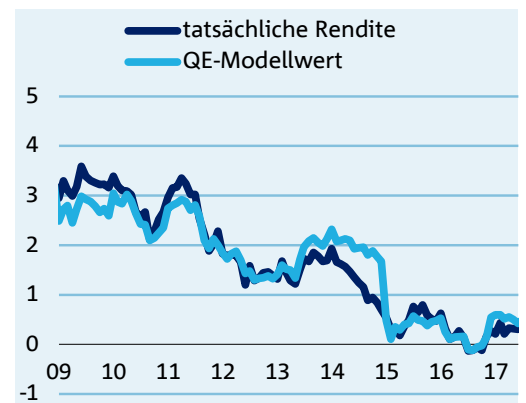
Um die Folgen für den Staatsanleihemarkt abzuschätzen, wenn die EZB als wichtigster Käufer entfällt, analysieren wir zuerst die Wirkung der Käufe. Durch den Erwerb langfristiger Staatsanleihen beabsichtigt die EZB auf das Investorenverhalten einzuwirken und unterschiedliche Portfolioanpassungen auszulösen.³ Hierdurch soll eine flachere Zinsstrukturkurve erzielt und eine relative Renditeverschiebung innerhalb und zwischen den einzelnen Anlageklassen hin zu risikoreicheren Anlagen bewirkt werden. Für den Staatsanleihemarkt bedeutet Letzteres eine Verschiebung der Nachfrage privater Investoren zu Lasten der Kernländeranleihen hin zu riskanteren Papieren aus der Peripherie. Um den QE-Effekt auf Bundrenditen zu quantifizieren, haben wir in unser Modell zur Ermittlung des fairen Wertes der zehnjährigen Bundrendite eine zusätzliche Erklärungsvariable (Dummy-Variable) für den QE-Zeitraum ab September 2014 inkl. Erwartungs- und Ankündigungs-komponente integriert. Vergleicht man die Modellschätzungen mit und ohne QE-Komponente ergibt sich eine um 65 Bp niedrigere Bundrendite durch die QE-Käufe.

Fair Value Modell für zehnjährige Bundrendite ohne Berücksichtigung eines QE-Effekts
Zehnjährige Bundrendite und Modellwert ohne QE-Dummy, in Prozent



Quelle: Bloomberg, BayernLB Research

Fair Value Modell für zehnjährige Bundrendite mit Berücksichtigung eines QE-Effekts
Zehnjährige Bundrendite und Modellwert mit QE-Dummy, in Prozent



Quelle: Bloomberg, BayernLB Research

Die Ergebnisse unseres Marktmodells liegen im Bereich anderer Schätzungen. In einem Arbeitspapier der EZB werden 24 Studien ausgewertet, die den Zinseffekt quantifizieren.⁴ Dabei werden die Anleihekaufprogramme von EZB, Fed, Bank of England sowie der Bank of Japan ausgewertet. Demnach lassen QE-Käufe im Umfang von 10% des Bruttoinlandsprodukts die jeweilige zehnjährige Rendite um 10-175 Bp sinken. Legt man den Median zu Grunde ergibt sich ein Effekt von 53 Bp. Explizit für das QE-Programm der EZB liegt die Spanne bei 27-64 Bp (Median: 43 Bp). Bis Ende 2017 summieren sich die akkumulierten Bruttokäufe der EZB auf 19% gemessen am BIP, was laut diesen Modellen einem QE-Renditeabschlag von ca. 80 Bp entsprechen würde. Dieser Wert erscheint uns auch im Vergleich zu unserem eigenen Ansatz etwas zu groß bzw. wir verstehen ihn als Maximal-

² EZB Economic Bulletin, Ausgabe 4 / 2017; Seite 61 ff

³ Zu den verschiedenen QE-Wirkungskanälen siehe Monatsbericht der Deutschen Bundesbank vom Juni 2016, Seite 34 ff

⁴ The ECB's asset purchase programme: an early assessment; EZB Arbeitspapier Nr. 1956, September 2016

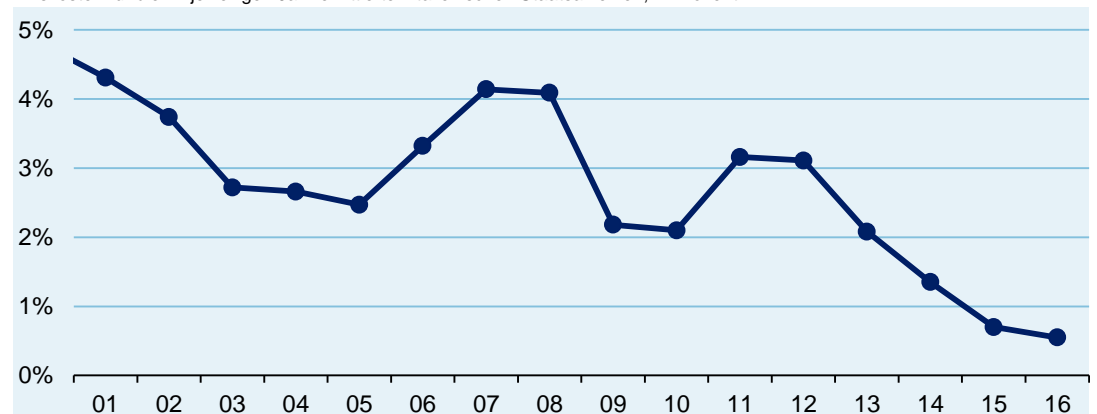
wert, da der Grenznutzen zusätzlicher Käufe (über 10% gemessen am BIP) in Form von niedrigeren Renditen abgenommen haben sollte.

- Bewegung der Risikoprämien entscheidend für Tempo der Bilanzkürzung

- Anstieg des Spreads italienischer Anleihen um 125-150 Bp realistisch

Die regionale Nachfrageverschiebung innerhalb der Anlageklasse von Staatsanleihen bzw. Anleihen staatsnaher Emittenten hat gleichzeitig zu niedrigeren Risikoprämien innerhalb des Euro-Raums geführt. Ein geordneter Bilanzabbau dürfte nur erfolgen können, sofern die Risikoprämien dadurch nicht sprunghaft steigen. Eine durch steigende zehnjährige Bundrenditen um 65 Bp höhere Basis wäre dabei noch kein Problem für die Peripheriestaaten, auch da der Anstieg der Bundrenditen mit höheren Inflations- und Wachstumserwartungen einhergehen sollte. Eine „fairere“ Risikoprämie dürfte sich bereits im Tapering-Prozess abzeichnen, wenn die Preisfindung mit weniger EZB-Unterstützung stattfindet. Im Folgenden beleuchten wir die Auswirkungen für Italien. Denn angesichts der Größe des italienischen Bondmarktes und der hohen öffentlichen Verschuldungsquote wird wohl das Niveau der italienischen Renditen entscheiden, ob und wie der Abbau des EZB-Portfolio tatsächlich von statten gehen wird. Nachdem die Vergemeinschaftung (z.B. Bankenunion, Europäischer Währungsfonds, ESBies,...) im Euro-Raum bis 2022 weiter vorangetrieben wird und die EZB nur in den Bilanzabbau einsteigen dürfte, sofern sie keine größeren Verwerfungen fürchtet, gehen wir von einer Risikoprämie Italiens im zehnjährigen Bereich von höchstens 125-150 Bp aus. Dies würde dem Niveau von 2010 entsprechen, als die Spreads innerhalb des Euro-Raums aufgrund der griechischen Schuldenkrise schon erhöht waren, gleichzeitig die großen Peripheriestaaten aber noch nicht im Krisenmodus handelten.

Italien kann sich aktuell so günstig wie noch nie refinanzieren
Zinskosten für die im jeweiligen Jahr emittierten italienischen Staatsanleihen, in Prozent



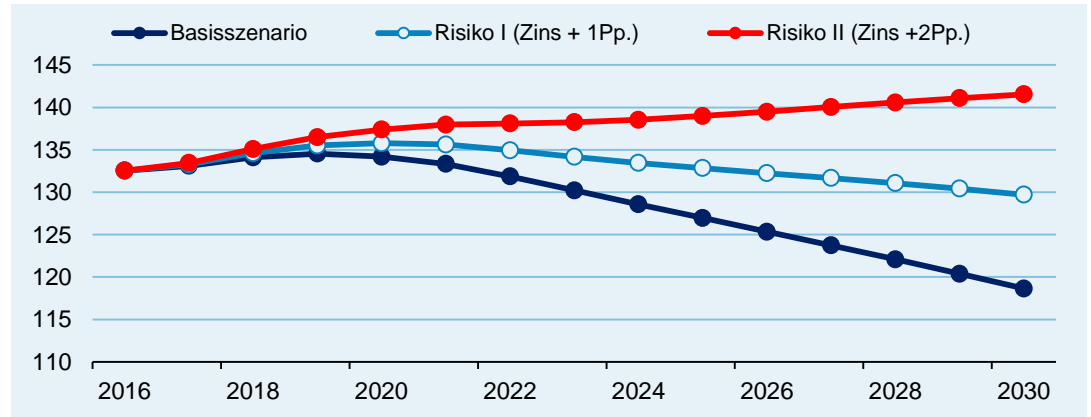
Quelle: Italienische Schuldenagentur (Dipartimento del Tesoro), BayernLB Research

- Stärkerer Spread- oder Zinsanstieg würde Schulden-tragfähigkeit Italiens in Frage stellen

Wenn allerdings die Risikoprämien durch das Ausbleiben von Notenbankkäufen deutlicher steigen und sich die Kreditkurven nachdrücklich versteilen würden, dürften Fragen über die Schuldentragfähigkeit einzelner Euro-Staaten schnell wieder aufkommen. Auch wenn Italien Anfang und Mitte des letzten Jahrzehnts durchschnittliche Zinskosten für neu emittierte Anleihen von 5% bzw. über 4% tragen konnte, wäre dies auf Basis unserer langfristigen Wachstums- und Inflationsprognosen diesmal nicht möglich. Bereits ein um einen Prozentpunkt höherer Durchschnittszins auf alle ausgegebenen Anleihen würde ein Absinken des Schuldenstandes deutlich verlangsamen. Bei einem Anstieg um zwei Prozentpunkte ergäbe sich eine steigende Schuldenquote. Eine nochmalige und vor allem dauerhafte Verschlechterung der Schuldendynamik dürfte von den Investoren nicht geduldet werden.

Italien: Steigende Zinsen würden Schuldentragfähigkeit gefährden

Öffentliche Schuldenquote Italiens gemessen am BIP in Prozent, Annahmen von BayernLB-Research zu Wachstum, Durchschnittszins und Primärsaldo



Quelle: Eurostat, BayernLB Research

- Schnellerer Abbau bei Einführung von Eurobonds

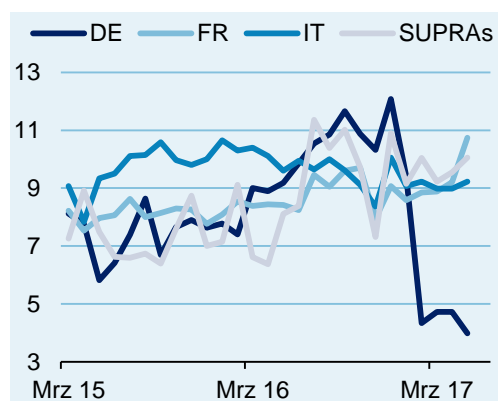
Sollte die Vergemeinschaftung stärker vorangeschritten sein als von uns erwartet (z.B. durch die Einführung von Eurobonds), würde der Abbaupfad der EZB-Bilanz wohl steiler verlaufen, d.h. der Bilanzabbau schneller erfolgen. Die Bilanz sollte zügiger normalisiert werden können, da die Notenbanker weniger besorgt sein müssten, dass sie durch ein aktives Verkaufen von Staatsanleihen eine markante Spread-Ausweitung auslösen.

- Technische Herausforderungen der Bilanzreduktion sind hoch

Bei ihrem Bilanzabbau muss die EZB aus technischen Gründen vor allem eine Lösung für den Umgang mit den unterschiedlichen Fälligkeitsprofilen der Staatsanleihen der einzelnen Länder auf ihrer Bilanz finden. Aufgrund der hohen Bundknappheit und infolge der Entkopplung der QE-Käufe vom Einlagensatz hat die extreme Zunahme der Bundesbankkäufe kurzer Laufzeiten im Falle Deutschlands zu einem Rückgang der Durchschnittsduration im EZB-Portfolio auf etwa 4 Jahre geführt. Für Frankreich und insbesondere die Peripherie hingegen liegt die Durchschnittsduration des PSPP-Portfolios bei ca. 9-11 Jahren.

EZB-System kauft kürzer laufende Bundesanleihen...

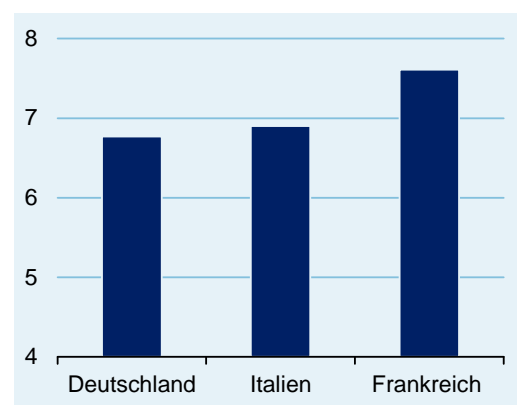
Durchschnittliche Restlaufzeit der im jeweiligen Monat gekauften Anleihen, in Jahren



Quelle: EZB, BayernLB Research

...wobei die Marktduration bei Staatsanleihen innerhalb des Euro-Raums ähnlich ausfällt

Durchschnittliche Laufzeit der ausstehenden (Staats-)Anleihen (Marktduration), in Jahren



Quelle: Schuldenagenturen, BayernLB Research

Gleichzeitig wird die Bundesbank zum Endpunkt ihrer QE-Käufe wohl bei allen Bundesanleihen das ISIN-Limit von 33 Prozent erreicht haben, wodurch Reinvestitionen in deutsche Anleihen auch im Falle hoher Fälligkeitsvolumina nicht flexibel gestaltet werden können, sondern von den dann neu emittierten Laufzeiten abhängig sind. Im Zeitraum zwischen

Tapering-Ende und Beginn des Bilanzabbaus kann die EZB daher das Fälligkeitsprofil der deutschen Anleihen nicht aktiv auf das der anderen Staaten anpassen.

- ▶ Verzerrungen durch Bilanzreduktion sind kaum zu vermeiden

Die regionale Zusammensetzung des Zielportfolios der EZB dürfte sich am Kapitalschlüssel orientieren. Der Bilanzreduktionsprozess hingegen könnte im Gegensatz zur aktuellen Kaufphase nicht gemäß Kapitalschlüssel erfolgen. Damit ergeben sich aus den eingangs geschilderten Differenzen der regionalen Durchschnittsdurationen einerseits und der in einigen Ländern erreichten ISIN-Limits andererseits zwei mögliche Konsequenzen für den Abbauprozess.

- 1) Da fällig werdende Bundesanleihen nicht flexibel reinvestiert werden können, bestimmen die fällig werdenden Volumina bei Bundesanleihen das aktive Abschmelzungstempo bei Anleihen der anderen Staaten. Ein Abschmelzen rein nach Fälligkeit würde aufgrund der stark unterschiedlichen regionalen Durchschnittsdurationen zu einer Ausweitung der Risikoprämien (gegenüber Deutschland) führen. Schließlich müssten in diesem Fall aktiv Anleihen von Staaten aus dem Semi-Kern-Bereich und der Peripherie verkauft werden, damit dort der Bestand so schnell abschmilzt wie durch die auslaufenden Bundesanleihen vorgegeben. Bei einem durch die Bund-Fälligkeiten vorgegebenen Abbautempo würde es für alle anderen Staaten zu Cross-Country Verzerrungen kommen. Durch das aktive Abschmelzen der Anleihebestände innerhalb des Semi-Kern-Bereichs und der Peripherie, in denen zu diesem Zeitpunkt keine Anleihen fällig würden, erwarten wir eine steilere Zinskurve. Eine enge Absprache mit den nationalen Schuldenagenturen in der Bilanzabbauphase könnte helfen, Verzerrungen auf der Kurve durch Anpassungen bei den emittierten Laufzeiten zu minimieren.
Der geschilderten Problematik möglicher Kurvenverzerrungen durch das aktive Abschmelzen könnte die EZB in den kommenden fünf Jahren bis zum Beginn der Abschmelzungsphase durch eine entsprechende Durationsanpassung ihrer QE-Käufe gegensteuern, die in den Ländern mit hoher Durchschnittsduration die Duration tendenziell verringert. Dies würde das geschilderte Problem jedoch nur zum Teil lösen, da nachlassende Käufe im langen und ultralangen Laufzeitenbereich schon jetzt zu höheren Renditen in den Semi-Kern-Ländern und der Peripherie führen würden. In den Kernländern liegt diese Problematik nicht vor, da die Notenbanken alle Laufzeiten bis an das ISIN-Limit gekauft haben werden und der zukünftige natürliche Abschmelzungsprozess damit analog zur Marktduration abläufe. Die Kernländerkurven (inkl. der Bundkurve) sollten sich daher im Zuge des Abschmelzungsprozesses parallel nach oben verschieben.
- 2) Das durch die Fälligkeiten vorgegebene Bilanzabbautempo könnte dadurch gebremst werden, dass ein Teil der fällig werdenden Bundesanleihen in Anleihen anderer Staaten reinvestiert wird. Hierdurch könnte einerseits das Fälligkeitsprofil der betroffenen Länder (die deutlich höhere Durchschnittsdurationen haben) geglättet und verkürzt werden. Andererseits würden hierbei gleichzeitig etwaige Renditeanstiegsrisiken mithilfe der Reinvestitionen in diesen Ländern verringert. Zwar würden auch hier die Cross-Market Spreads verzerrt. Gleichwohl aber in einer von der Notenbank erwünschten Weise. Allerdings würde dies dazu führen, dass das Portfolio des Eurosystems stark vom Kapitalschlüssel abweicht.

Covered Bonds: Wiederkehrende Nachfrage privater Investoren verhindert starke Kursabschläge

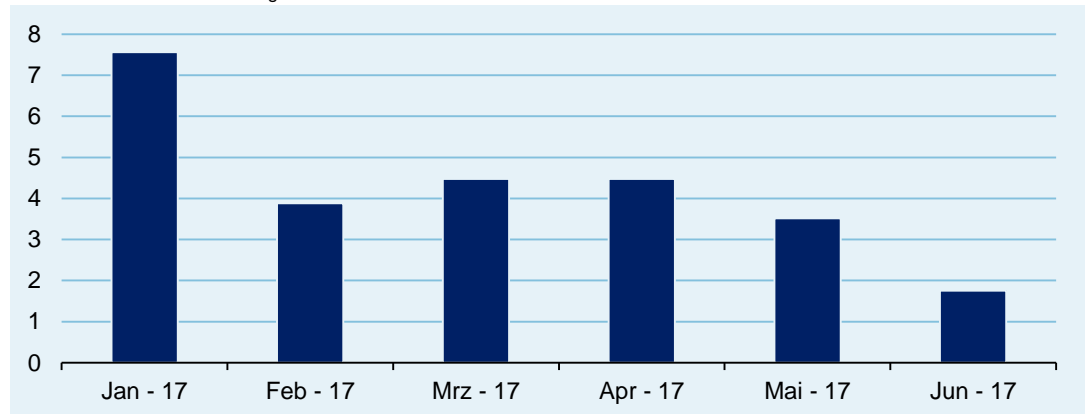
► Covered Bond Markt stark von QE-Käufen geprägt

Die Auswirkungen des QE-Programms sind, von Asset Backed Securities abgesehen, wohl am stärksten auf dem Covered Bond Markt wahrzunehmen. Hier läuft das Ankaufprogramm nicht nur schon länger als die anderen Ankaufprogramme (seit Oktober 2014). In Relation zum Gesamtmarkt hält die EZB auch schon mehr als ein Drittel (223 Mrd. Euro) des zulässigen Gesamtmarktes an Benchmark-Anleihen (560 Mrd.). Das EZB Portfolio könnte nach unseren Berechnungen bis Ende 2018 (monatliches Portfoliowachstum von 3 Mrd. Euro bis Juni 2018 und danach noch 1 Mrd. Euro pro Monat) auf 265 Mrd. Euro anwachsen. Diese Markteingriffe haben starke Auswirkungen auf den Markt für Covered Bonds:

- Drastischer Rückgang der Liquidität am Covered Bond Markt
- Starker Rückgang der Risikoaufschläge
- Entkopplung des Preisfindungsmechanismus am Markt von den fundamentalen Entwicklungen (technische Preistreiber überwiegen)
- Verdrängung einiger Investorengruppen aus dem Markt. Insbesondere Asset Manager und Versicherungen sind auf dem Rückzug
- Niedrigere Volatilität an den Märkten, jedoch öfter erratische und damit überraschendere Kurskorrekturen

Sekundärmarkt-Liquidität bei Covered Bonds bleibt dürftig

Handelsvolumen der 100 meistgehandelten Covered Bonds in Mrd. Euro



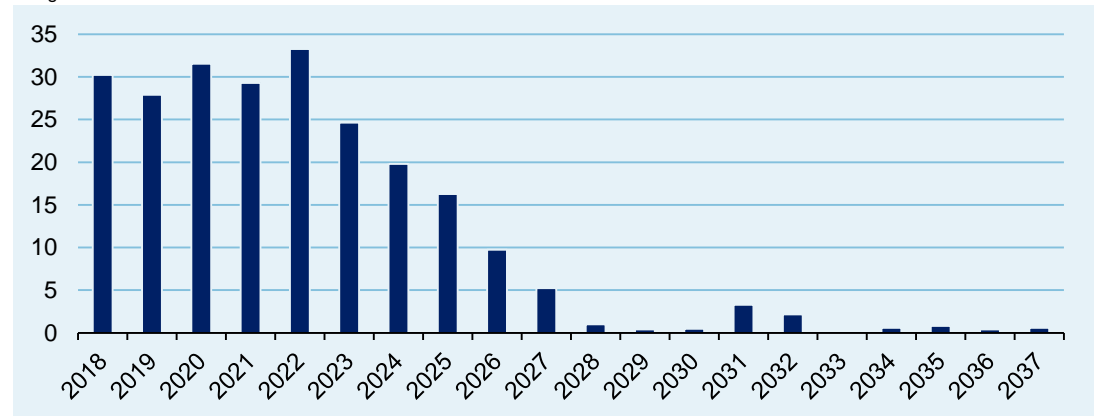
Quelle: Bloomberg, BayernLB

► Spread-Ausweitung um 20-30 Bp realistisch

In den Tagen nach der Ankündigung eines graduellen Taperings bzw. eines Endes der Käufe von Covered Bonds dürfte es zu einer relativ starken Ausweitung der Covered Bond Spreads kommen. Wir erwarten eine Ausweitung der durchschnittlichen Covered Bond Spreads um 20-30 Bp (iBoxx EUR Covered), vergleichbar mit den Spread-Ausweitungen im Herbst 2015 und Frühjahr 2016. Die Spreads der Peripherieländer sollten stärker ausweiten, während Covered Bonds aus Core-Märkten und nicht EU-Ländern weniger stark betroffen sein dürften. Da die EZB aufgrund der Reinvestition von Fälligkeiten auch nach dem Ende des Taperings zunächst am Markt als Investor verbleiben wird, dürften sich die Spread-Ausweitungen allerdings auch in diesen Grenzen halten. Bis 2022 ergeben sich im EZB-Portfolio jährlich nahezu 30 Mrd. Euro an Fälligkeiten, die während dieser Zeit ersetzt werden sollten.

EZB wird auch in den nächsten Jahren auf dem Covered Bond Markt aktiv bleiben

Fälligkeiten des Covered Bond Portfolios der EZB



Quelle: EZB, Bayern LB

- Covered Bonds auch künftig Teil der EZB-Bilanz?

Ob die EZB strukturell Anleihen von privaten Emittenten auf der Bilanz behalten wird, ist nicht gesichert. Aber sollte sie sich grundsätzlich dafür entscheiden, dann wären Covered Bonds aufgrund ihrer relativen Preisstabilität, der sehr geringen Ausfallwahrscheinlichkeit und ihres positiven Effekts auf die Volkswirtschaften die wahrscheinlichste Asset-Klasse. Dies hätte dauerhafte Konsequenzen für den Covered Bond Markt. Wenn man davon ausgeht, dass die zum Ende des QE-Tapering in der Bilanz enthaltenen Volumina nur zum Teil abgebaut werden, würden signifikante Volumina an Covered Bonds auf der EZB-Bilanz verbleiben. Zum Vergleich: Für den Fall, dass die EZB nur 60% der Covered Bond Bestände abbauen würde, würden unseren Berechnungen zufolge ca. 105 Mrd. Euro an Covered Bonds auf der Bilanz verbleiben. Dies entspräche etwa 16% des ausstehenden Benchmark-Volumens der Emittenten aus der europäischen Währungsunion. Allein die Ankündigung, dass ein Covered Bond Ankaufprogramm bei Bedarf jederzeit wieder gestartet werden könnte, hätte unseres Erachtens zudem zwei Auswirkungen:

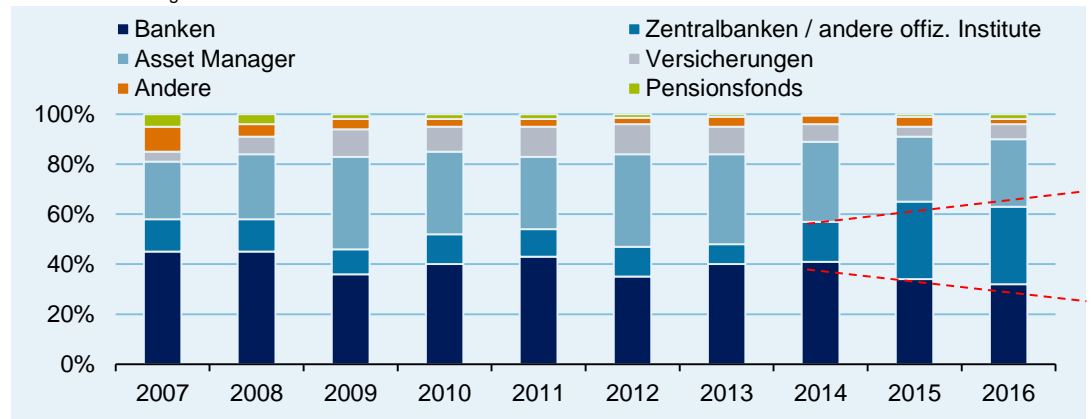
- 1) Covered Bonds könnten zukünftig ein geringeres Marktrisiko aufweisen. Dies ließe sich mit dem Mechanismus der Kaufprogramme erklären. Die Wahrscheinlichkeit einer Marktintervention der EZB und die Risikoaufschläge von Covered Bonds dürften nach solch einem Beschluss der EZB korreliert sein, da die EZB ein weiteres Ankaufprogramm hauptsächlich starten dürfte um etwaigen Rezessionen und einem damit einhergehendem Preisverfall entgegen zu treten. Da rezessionäre Bedingungen die Risikoaufschläge für Covered Bonds ansteigen lassen, würde dies mit einer EZB-Intervention zusammenfallen. Dies sollte den Safe-Haven Status von Covered Bonds weiter zementieren. Spread-Exzesse, wie sie während der Finanzkrise 2008 zu beobachten waren, wären damit unwahrscheinlicher, da die EZB als Käufer am Markt auftreten würde.
- 2) Durch die geringere Marktvolatilität und das allgemein geringere Spread-Level dürften sich institutionelle Anleger mit absoluten Renditezielen mehr und mehr aus der Asset-Klasse zurückziehen, was der Marktliquidität weiter abträglich sein dürfte. Für Bank- und Treasury-Investoren, die stark auf die regulatorische Behandlung von Covered Bonds achten (Liquidity Coverage Ratio, Repo-Fähigkeit, etc.) ist dies weniger ein Problem, da die vorteilhafte Behandlung von Covered Bonds die geringeren Renditeerwartungen teilweise aufwiegt.

- ▶ Hohe Attraktivität für private Investoren begrenzt Risiko von Kursabschlägen

Genau gegenläufig wäre der Effekt jedoch, würde sich die EZB dazu entschließen das Covered Bond Ankaufprogramm komplett einzustellen und ihre Bestände vollständig abzubauen. Durch das steigende Renditeniveau würden Covered Bonds für viele Investoren wieder stark an Attraktivität gewinnen. Wir glauben, die EZB hätte ab einem bestimmten Spread-Level keine Schwierigkeiten ihre Anleihen an den Märkten zu veräußern. Wir sehen hier einen Unterschied zu dem Ankaufprogramm für Unternehmensanleihen. Hier hat die Zentralbank-Intervention dazu geführt, dass Unternehmen mit schlechterer Kreditqualität an die Märkte kamen und auch diese Anleihen von der EZB gekauft wurden. Bei Covered Bonds hingegen hat sich die durchschnittliche Kreditqualität der emittierten Covered Bonds sogar verbessert. Während 2013, vor dem Start des Covered Bond Ankaufprogramms, noch 33% aller Benchmark-Covered Bonds ein Rating von A oder BBB aufwiesen, haben 2017 nur noch 9% ein derartiges Rating. 91% hingegen weisen ein AAA (70%) oder AA (21%) Rating auf. Somit sollte das Covered Bond Portfolio deutlich einfacher abzubauen sein, als das Portfolio für Unternehmensanleihen.

Der Anteil der privaten Investoren geht zurück

Investorenverteilung bei Primärmarktmissionen von EUR Benchmark Covered Bonds



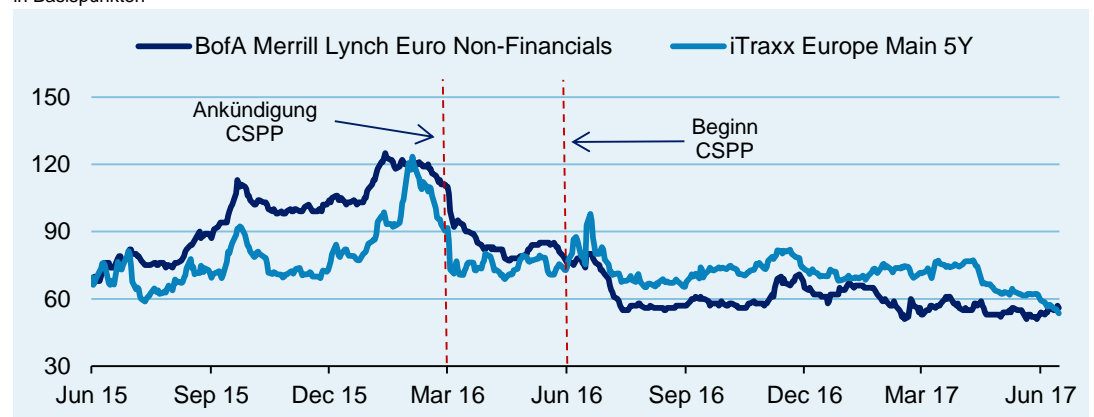
Quelle: ICF, BayernLB Research

Corporate Bonds: Risiko von Spread-Ausweitungen stellt Bilanzabbau in Frage

- CSPP hat Risikoprämien am Credit-Markt stark gesenkt

Während die Wertpapier-Kaufprogramme im Segment der Covered Bonds und der öffentlichen Anleihen schon seit geraumer Zeit laufen, erlebte das Kaufprogramm der Unternehmensanleihen (CSPP) erst Anfang Juni sein einjähriges Bestehen. Die Motivation der Notenbanker für die Implementierung des Programmes lag dabei nicht nur in der Erhöhung der Flexibilität der Wertpapierkäufe insgesamt, sondern auch darin, eine direktere Verbesserung der Finanzierungsbedingungen für die private Realwirtschaft im Euro-Raum zu erzielen. Gemessen an der Entwicklung der Risikoprämien an den Credit-Märkten kann nach gut 12 Monaten festgehalten werden, dass dieses Vorhaben gelungen ist. Mit einem Rückgang um 70 Bp im Investment-Grade und 250 Bp im High-Yield Segment sind die Risikoaufschläge auf breiter Front gesunken.

Das CSPP entfaltet eine signifikante Wirkung am Credit-Markt in Basispunkten



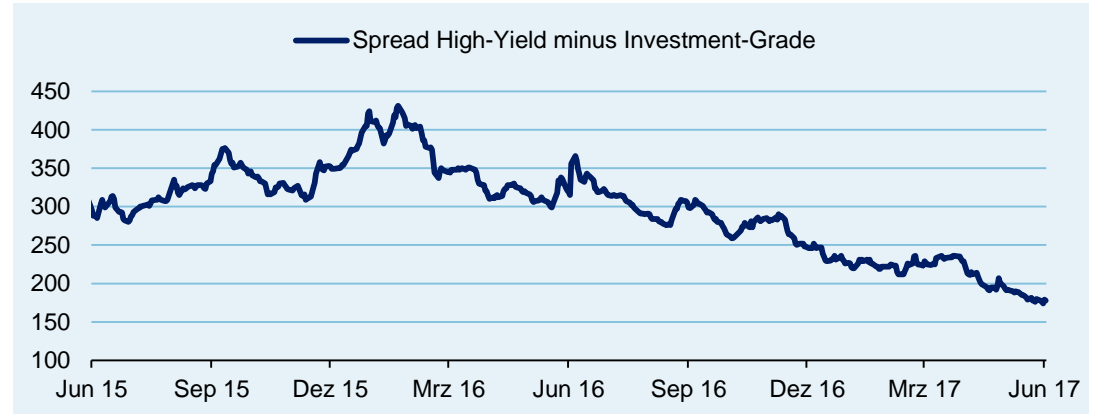
Quelle: BofA Merrill Lynch, BayernLB Research

- Portfolioabbau dürfte vor allem schwächere Bonitäten unter Druck setzen

Aber nicht nur das Abschmelzen der Credit Spreads kann als Erfolg der Notenbanker verbucht werden. Ihrer Einschätzung nach hat sich auch die Liquiditätsprämie (gemessen an der Differenz von Benchmark zu Sub-Benchmark Anleihen) innerhalb des CSPP-Universums von ca. 60 auf etwas mehr als 20 Bp reduziert. Hinzu kommt der positive Effekt auf den Primärmarkt (Non-Financials), der mit einem erwarteten Volumen von ca. 330 Mrd. Euro (BayernLB Prognose) in diesem Jahr erneut auf einen Emissionsrekord zu steuert (nach 321 Mrd. Euro im Jahr 2016). Neben etablierten Emittenten konnte das CSPP in den letzten 12 Monaten außerdem eine Reihe von Debüt-Emittenten an den Corporate Bond Markt locken und hat sicherlich zur Verbesserung der Kreditdynamik im Euro-Raum beigetragen. Nicht weniger als all diese positiven Effekte stehen bei einem Zurückdrehen des Programmes auf dem Spiel. Zwar mag das Volumen des CSPP-Programms im Vergleich zu den Kaufprogrammen für Covered Bonds oder öffentliche Anleihen verhältnismäßig klein ausfallen. Jedoch ist die Signalwirkung für die Kreditvergabe im Euro-Raum nicht zu unterschätzen. Mit Blick auf das weiterhin verhaltene Investitionsverhalten im Euro-Raum dürften die Notenbanker beim Abschalten dieses Instrumentariums daher sehr vorsichtig vorgehen. Für eine finale Bewertung bzgl. der Wirkung auf die Investitionen mag es noch zu früh sein, da niedrigere Finanzierungskosten ihren Einfluss mit größerer zeitlicher Verzögerung als erwartet ausüben könnten. Derzeit erscheint es jedoch recht eindeutig, dass Neuemissionen in erster Linie der Refinanzierung und der Optimierung von Kapitalstrukturen dienen, und damit auch die zukünftigen Zinsaufwendungen reduzieren. Allerdings hatten IG-Emittenten schon vor Beginn des CSPP kaum Probleme, Anleihen zu platzieren und Investitionsprojekte zu finanzieren. Vielmehr könnte ein Tapering bzw. eine Reduktion der Bestände mit einem allgemeinen Ansteigen der Risikoaufschläge die schwächeren Bonitäten überproportional stark treffen. Der seit März 2016 eingeleitete

Kompressionstrend zwischen „guten“ und „schwachen“ Bonitäten dürfte sich spätestens mit dem Auslaufen des Taperings umkehren.

Spread-Kompression setzt sich fort, dürfte sich bei Tapering-Ankündigung aber umkehren
Spread-Differenz in Basispunkten



Quelle: BofA Merrill Lynch, BayernLB Research

- ▶ Reinvestitionsvolumen von 15-20 Mrd. Euro stützt Markt nach Tapering

Die technische Umsetzung des Taperings und vor allem die Reduktion des Bestands an Unternehmensanleihen dürfte die Notenbanker vor große Herausforderungen stellen. Die derzeitigen EZB-Portfoliobestände an Unternehmensanleihen liegen bei 95 Mrd. Euro. Unterstellen wir bis Mitte 2018 ein gleichbleibendes Kauftempo (ca. 6 Mrd. Euro pro Monat) inklusive graduellem Tapering in der zweiten Jahreshälfte 2018, würden die Bestände auf ein Volumen von ca. 180 Mrd. Euro anschwellen. Nimmt man zusätzlich die aktuelle (relative) Komposition des CSPP-Portfolios hinzu, ergibt sich ein jährliches Reinvestitionsvolumen von etwa 15-20 Mrd. Euro bis 2022. Dieses Reinvestitionsvolumen entspricht ca. 25% des aktuellen Kaufvolumens.

- ▶ EZB-(Re-)Investitionen von 1 Mrd. Euro pro Woche nötig, um IG-Spreads stabil zu halten

In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass das in der EZB-Bilanz enthaltene Wertpapiervolumen zu lediglich 60% abgebaut wird. Dabei dürfte die EZB zwar versucht sein, die Bestände in der „risikoreichsten“ Asset-Klasse stärker zu reduzieren. Jedoch dürfte sie aufgrund der schwierigen Marktgegebenheit lange Zeit einen Restbestand an Unternehmensanleihen auf der Bilanz behalten. Unseren Berechnungen nach liegt das Break-Even Volumen an EZB-Käufen, welches die Sekundärmarkt-Spreads im Investment-Grade stabil halten sollte, bei ungefähr 1 Mrd. Euro (ohne Primärmarkt) auf Wochenbasis. Vor diesem Hintergrund erscheint es fraglich, ob ein Abbau der Bestände an Corporate Bonds möglich ist ohne größere Spreadverwerfungen hervorzurufen. Selbst wenn das konjunkturelle Umfeld sich als solide darstellen sollte und die fundamentalen Rahmendaten des Credit-Marktes (niedrige Ausfallraten) stabil sein sollten, können die Marktstrukturen eine Ausweitung der Spreads begünstigen. Dieser Trend war schon im Vorfeld der CSPP-Ankündigung zu beobachten. Während das ausstehende Volumen stark gewachsen ist, haben sich Banken und andere Intermediäre als Nachfrager merklich zurückgezogen. Damit haben sie unter anderem auf die international schärferen Kapitalregeln reagiert. Insbesondere in Stressphasen wirkt die mangelnde Marktliquidität wie ein Brandbeschleuniger.

- ▶ Spread-Dekompression bereits bei Tapering-Ankündigung

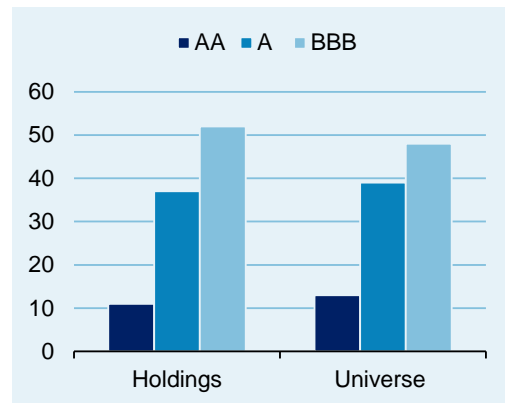
Die Auswirkungen auf die Risikoaufschläge sind daher auch stark von der Kommunikation der Zentralbanker abhängig. Auch wenn das graduelle Tapering in der zweiten Jahreshälfte behutsam angekündigt und verbal mit einer hohen Flexibilität untermauert werden dürfte, ist eine negative Spread-Reaktion zu erwarten. Das Break-Even Volumen sollte bereits im zweiten Monat nach Tapering-Beginn unterschritten werden. Da die Marktteilnehmer dies antizipieren, dürfte spätestens mit der verbalen Vorbereitung auf das Tapering eine spürbare Trendumkehr bei den Spreads im Investment-Grade einsetzen. Viel stärker dürfte das Segment der „Hochverzinslichen“ reagieren, das von keinerlei Stützungskäufen profitiert.

Der Credit-Markt sollte daher spätestens im Spätsommer/Herbst 2018 in die Phase der Spread-Dekompression eintreten.

- ▶ Abbau prozentual gemäß EZB-Universum zu erwarten

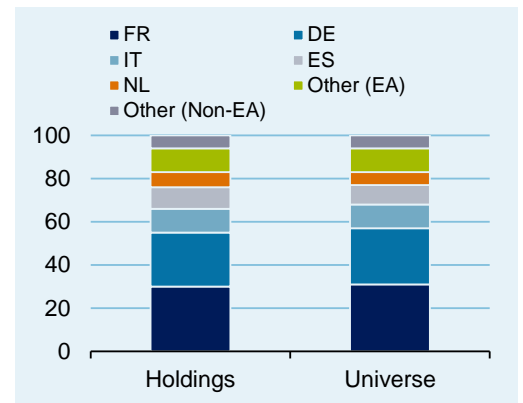
Bei der Komposition des CSPP-Portfolios hat sich die Ausrichtung am Universum (Anleihen, die die Kaufkriterien der EZB erfüllen) bewährt. Wir sehen auch mittel- bis langfristigen Grund für eine abweichende Strategie der Währungshüter. Ein schnelleres Abbauen von BBB-Namen würde sich relativ schnell anhand der EZB-Statistiken ablesen lassen und lediglich zu einer stärkeren Ausweitung der Spreads dieser Emittenten führen. Irritationen und Marktverwerfungen wären die Folge.

Ausrichtung beim Rating sollte weiterhin nach dem ausstehenden Universum erfolgen in Prozent



Quelle: EZB, BayernLB Research

Die Länderallokation dürfte sich weiterhin am Universum orientieren in Prozent



Quelle: EZB, BayernLB Research

- ▶ Ab IG-Spread von 130 Bp dürfte EZB den Ausstieg abbrechen

Da zudem das jährliche Reinvestitionsvolumen bis 2022 nicht ausreichend sein sollte, um die Spreads zu stabilisieren und Credit-Märkte allgemein sehr stark trendgetrieben sind, stellt sich die Frage, wieviel Spread-Ausweitung für die EZB tolerierbar ist. Wir gehen davon aus, dass die Zentralbanker mit ihrem verbalen Eingreifen im März 2016 (ungewollt) einen Cap gesetzt haben. Dieser bewegt sich gemessen am Investment-Grade bei einem Aufschlag im Asset Swap bei ca. 130 Bp (aktuelles Niveau: ca. 60 Bp). Sollte sich der Gesamtmarkt diesem Niveau nähern, dürften die Spekulationen über eine Wiederaufnahme der Käufe schnell entbrennen. Neben dem Niveau der Spreads dürften dabei allerdings auch andere Aspekte wie der allgemeine Zugang zum Kapitalmarkt eine Rolle spielen. Wenn der Zugang für bonitätsschwache Namen versiegen sollte, könnte ein beherrschtes Eingreifen bereits früher stattfinden. Gleiches gilt, wenn Rezessionsängste, Banken-Stress oder andere externe Schocks die Situation der Kreditvergabe im Euro-Raum nachhaltiger stören sollten. Auch angesichts des langfristigen Ziels einer Kapitalmarktunion, deren Schwerpunkt es ist, das Finanzsystem innerhalb der EU stärker zu diversifizieren, dürfte das CSPP als Hilfswerkzeug langfristig erhalten bleiben.

alexander.aldinger@bayernlb.de
 johannes.mayr@bayernlb.de
 jürgen.michels@bayernlb.de
 miraji.othman@bayernlb.de
 emanuel.teuber@bayernlb.de

Das Research-Team der BayernLB

BayernLB Research

Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt und Leiter Research, -21750

Anna Maria Frank, -21751
Sekretariat

Ingo Bothner, -21787
Medienfachwirt (IHK)

Volkswirtschaft

Dr. Johannes Mayr, Euro-Raum, EZB, -21859

Manuel Andersch, -27448
Pfund/UK, Schweizer Franken/Schweiz

Christiane von Berg, -28745
USA/Fed, Japan/BoJ

Wolfgang Kiener, -27058
Dollar, Yen

Dr. Stefan Kipar, -27346
Deutschland

Investment Research

Dr. Jürgen Michels -21750

Zinsstrategie, Staatsanleihen, SSA

Alexander Aldinger, -24877

Asja Hossain, CFA, -27065

Dr. Norbert Wuthe, -27209

Covereds & Financials

Alfred Anner, CEFA, -27072

Covered Bonds

Dr. Ulrich Horstmann, CEFA, -21873

Versicherungen

Emanuel Teuber, -27070

Covered Bonds

Stefan Voß, -21808

Banken

Länderrisiko- und Branchenanalyse

Hubert Siply, -21307

Länderrisikoanalyse

Dr. Alexander Kalb, -22858

Westeuropa, Südamerika

Manuel Schimm, -26845

Asien, Nordamerika

Gebhard Stadler, -28891

Osteuropa/GUS, Mittelamerika

Verena Strobel, -21320

Naher und Mittlerer Osten, Afrika

Credits

Pia Ahrens, -25727

Corporate Bonds & SSD

Matthias Gmeinwieser, CIAA, -26323

Corporate Bonds & SSD

Miraji Othman, -25888

Strategie

Christian Strätz, CEFA, CIAA, -27068

Corporate Bonds & SSD, Strategie

Branchenanalyse

Wolfgang Linder, -21321

Auto, Chemie, Pharma, Luftfahrt, Rohstoffe & Stahl,
Öl & Gas, Logistik

Thomas Peiß, -28487

Bau, Elektroindustrie, Maschinenbau, Versorger,
Handel, Telekom, Medien

Aktienmarkt/Strategie/Privatkunden

Manfred Bucher, CFA, -21713

Christoph Gmeinwieser, CIAA, -27053

Technische Analyse

Hans-Peter Reichhuber, -21780

Zinsen, Währungen, Aktien

E-mail: vorname.nachname@bayernlb.de

Telefon: 089 2171 + angegebene Durchwahl

Disclaimer

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 11.07.2017. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Dieser Research-Bericht ist eine rein ökonomische Analyse, und kein Teil davon ist als Wertpapieranalyse oder Empfehlung zu verstehen. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Impressum

Megatrend Niedrigzins und Verschuldung
abgeschlossen am: 11. Juli 2017

BayernLB Research
Bayerische Landesbank
80277 München (Briefadresse)
E-Mail: research@bayernlb.de

Leitung:
Dr. Jürgen Michels, Telefon 089 2171-21750

Redaktion:
Dr. Johannes Mayr, Telefon 089 2171-21859

Layout & Grafik:
Ingo Bothner, Telefon 089 2171-21787

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (=Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:
Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München (=Paketadresse)
www.bayernlb.de

Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München
www.bayernlb.de

