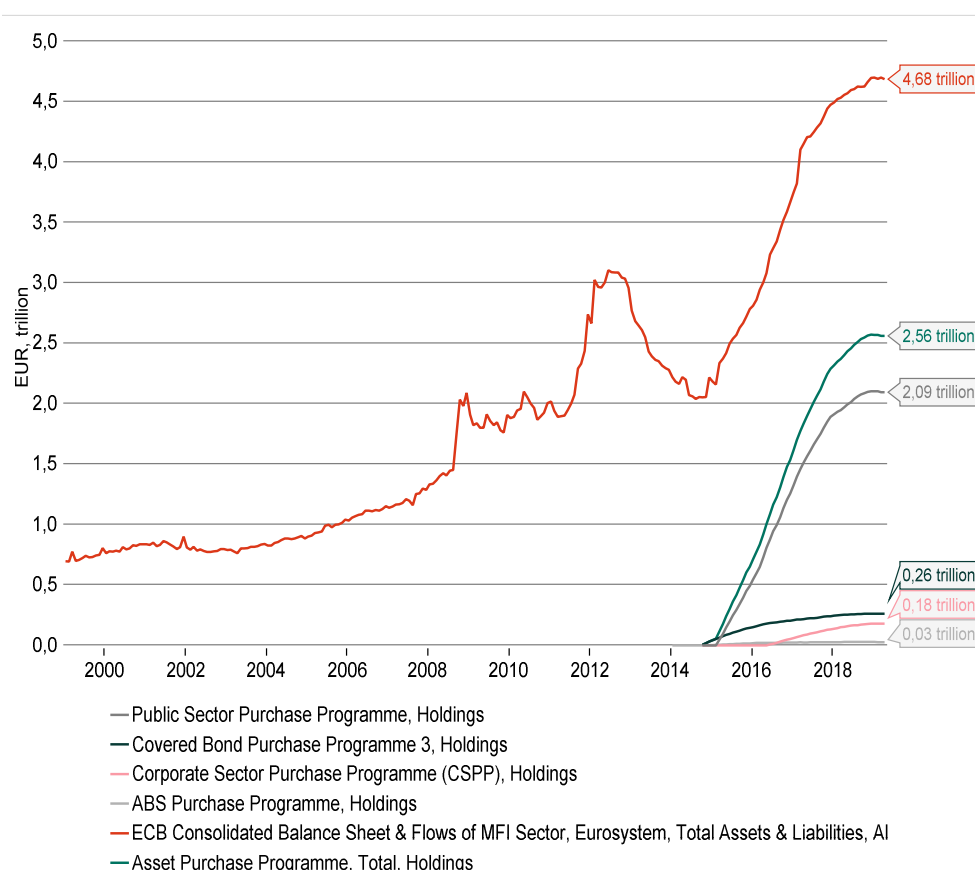


Fokus

FOKUS ZUR EZB

Greift die EZB weiter in die Trickkiste?

Mit ihrem Anleiheankaufprogramm hat die EZB bereits ihre Bilanzsumme auf 4,7 Bio. Euro ausgeweitet.



Quelle: Bloomberg, Hamburg Commercial Bank Economics

Zwar hat die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Nettoanleihekäufe zum Jahresende 2018 eingestellt. Doch die Anleihekäufe summieren sich mittlerweile auf 2,6 Bio. Euro, sodass sich die Bilanzsumme der EZB im Vergleich zu Ende 2007, also vor dem Ausbruch der internationalen Finanzkrise, mit 4,7 Bio. Euro mehr als verdreifacht hat. Von Seite der Anleihekäufe dürfte die Bilanzsumme auch nicht

abschmelzen, denn fällig werdende Anleihen werden weiterhin am Kapitalmarkt reinvestiert. Darüber hinaus hat die Notenbank eine neue Runde von gezielten Langfristendern (TLTROs III) in Aussicht gestellt, sodass auch von dieser Front kein Abschmelzen der Bilanzsumme in die Wege geleitet wird.

Inhalt

Seite 1

Titelchart
Greift die EZB weiter in die Trickkiste?

Seite 2-3

Instrumente der Notenbank

Seite 3-4

Normalisierung der Geldpolitik verschoben

Seite 4-5

Niedrigzinsumfeld zementiert

Seite 5

Impressum

FOKUS ZUR EZB

Rekordniedrige Zinsen bleiben

Die EZB hat auf ihrer Zinssitzung im März eine erste Zinsanhebung weiter in die Zukunft verschoben. Darüber hinaus hat sie neue gezielte Langfristender (TLTRO III) angekündigt, um die Banken auch weiterhin zu unterstützen. Angesichts der bestehenden Konjunkturrisiken für die Eurozone – globale Unsicherheitsfaktoren wie der Handelskrieg zwischen den USA und China sowie der Brexit, aber auch spezifische Risikofaktoren für die Eurozone (Regierungskrise in Italien, Wahlen zum Europäischen Parlament) – wird aber auch über weitere geldpolitische Lockerungsschritte diskutiert. Eine Normalisierung der Geldpolitik scheint in weite Ferne gerückt. Damit dürften sich die langfristigen Zinsen in der Eurozone kaum von ihren rekordniedrigen Niveaus fortgewegen.

EZB beendet 2018 Nettoanleihekäufe

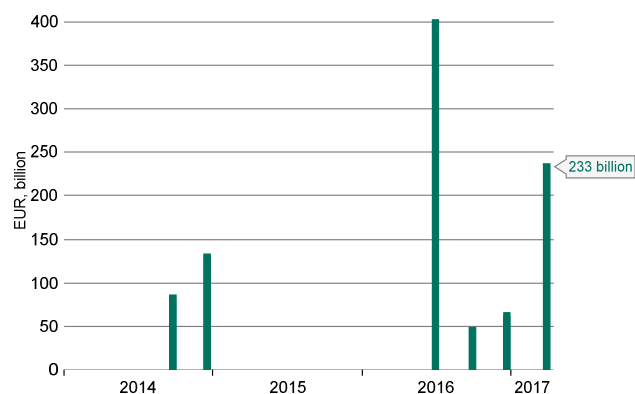
Ende Dezember 2018 hat die EZB ihre Nettoanleihekäufe im Volumen von noch 15 Mrd. Euro monatlich beendet, nachdem sie schon zuvor das Volumen sukzessive heruntergefahren hatte. Das Anleiheankaufprogramm der Notenbank hatte sowohl private (Covered bonds, ABS, Unternehmensanleihen) als auch öffentliche Anleihen (Euro-Staatsanleihen, Anleihen von internationalen Institutionen, Förderbanken und Regionalanleihen) umfasst. Die Anleihekäufe der EZB summierten sich insgesamt auf rund 2,7 Bio. Euro zum Jahresende 2018. Davon entfällt der größte Teil auf Käufe öffentlicher Anleihen, nämlich im Umfang von 2,2 Bio. Euro. 178,1 Mrd. Euro gehen auf das Konto der Unternehmensanleihekäufe, 262,2 Mrd. Euro auf Käufe von Covered bonds und der geringste Teil, also rund 27,5 Mrd. Euro, auf ABS-Käufe. Die Anleihekäufe haben – insbesondere seit Anfang 2015 mit dem Start des öffentlichen Anleiheprogramms – die Bilanzsumme der EZB um den genannten Betrag und damit massiv erhöht. Ende 2018 lag die Bilanzsumme der EZB bei 4,7 Bio. Euro. Damit hat sie sich im Vergleich zu Ende 2007, also vor dem Ausbruch der internationalen Finanzkrise, mehr als verdreifacht.

Allerdings werden die Fälligkeiten der von der EZB gekauften Anleihen weiterhin am Kapitalmarkt investiert. Das bedeutet, dass kein Abbau der Bilanzsumme stattfindet. Die Reinvestitionen sollen noch lange nach dem Start von Zinsanhebungen in der Eurozone fortgeführt werden und in jedem Fall so lange, wie es nötig ist, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkomodierung aufrechtzuerhalten. Dabei soll die Verteilung

der Anleihekäufe auf die unterschiedlichen Segmente grundsätzlich beibehalten werden, kurzfristige Abweichungen können aber auftreten. Auf Sicht der nächsten zwölf Monate (Mai 2019 bis April 2020) belaufen sich die auftretenden Fälligkeiten auf 220 Mrd. Euro, auf den Monat runtergerechnet sind dies knapp 20 Mrd. Euro, die wieder am Kapitalmarkt angelegt werden müssen. Dies sorgt für eine stetige Nachfrage.

Insbesondere spanische und italienische Banken greifen bei TLTROs zu

bisher zugeteiltes Volumen bei TLTROs



Quelle: Macrobond, Hamburg Commercial Bank Economics

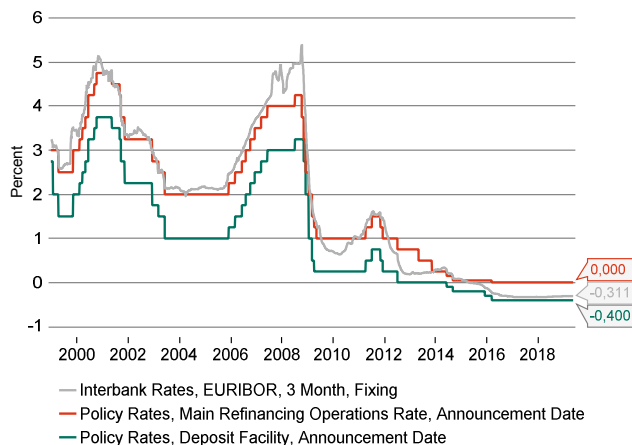
Neue TLTRO (TLTRO III)

Die EZB hat auf ihrer Zinssitzung Anfang März sieben neue gezielte Langfristender (TLTRO III) angekündigt. Diese sollen quartalsweise von September 2019 bis März 2021 laufen und eine Laufzeit von jeweils zwei Jahren haben. Der Zinssatz für die Refinanzierungsgeschäfte orientiert sich am Hauptrefinanzierungssatz. Über die Langfristender haben die Banken die Möglichkeit, Liquidität in Höhe von bis zu 30 % ihres Kreditbestandes zum Stichtag 28. Februar 2019 auszuleihen. Die konkreten technischen Einzelheiten der Refinanzierungsgeschäfte werden erst auf einer der nächsten Zinssitzungen bekannt gegeben. Nach Aussage der EZB sollen die Tender die Kreditvergabebedingungen in der Eurozone weiterhin günstig gestalten. Wie günstig die Konditionen tatsächlich sind, richtet sich nach der weiteren Konjunktorentwicklung in der Eurozone sowie dem Ausmaß der Kreditvergabe der Banken.

Die EZB hat bereits eine erste Serie von TLTROs im Juni 2014 und eine zweite im März 2016 angekündigt. Die erste Serie von gezielten Langfristendern (TLTRO I) bestand aus zwei Tendern im September und Dezember 2014 und hatte eine Laufzeit von jeweils zwei Jahren. Zwischen März 2015 und Juni 2016 konnte im Rahmen dieser Serie zusätzliche Liquidität über quartalsweise Tender aufgenommen werden. Alle TLTROs aus dieser Serie wurden spätestens im September 2018 fällig. Der zweiten Serie an TLTROs (TLTRO II) gehörten vier Tender an, die im Juni, September und Dezember 2016 und März 2017 ausgegeben wurden und jeweils eine Laufzeit von vier Jahren hatten. Charakteristisch für die TLTROs war, dass die Höhe der ausleihbaren Mittel positiv verknüpft war mit der Kreditmenge, die die Banken an Unternehmen und private Haushalte vergaben. Zudem war der Zinssatz unter TLTRO II umso attraktiver, je mehr Kredite die Banken an Unternehmen und Haushalte verliehen. Mit den TLTROs sollte also die Kreditvergabe in der Eurozone gestärkt werden. Über die erste Serie wurde etwas mehr als 200 Mrd. Euro, über die zweite Serie an TLTROs wurden rund 740 Mrd. Euro an Liquidität von den Banken aufgenommen.

Die Liquidität aus der ersten Serie der Langfristtender ist zurückgezahlt, die aus der zweiten Serie der Tender wird nun von Mitte 2020 bis Anfang 2021 fällig. Damit wird der erste gezielte Langfristtender aus 2016 im Juni 2019 unterjährig. So kann er regulatorisch nicht mehr als langfristiges, stabiles Refinanzierungsmittel bei den Banken Berücksichtigung finden. Dies ist insbesondere bei italienischen und spanischen Banken ein Problem, die einen Großteil der Liquidität der EZB in Anspruch genommen haben. Um die Banken in diesen Ländern nicht in Bedrängnis zu bringen und sie nicht von einer langfristigen und sehr günstigen Refinanzierungsquelle abzuschneiden, hat die EZB neue Langfristtender beschlossen. Fraglich ist aber, wie es zukünftig weitergeht. Die EZB kann nicht unendlich langfristige Liquidität bereitstellen, nur um Banken in bestimmten Ländern nicht vor Probleme zu stellen und möglicherweise einen notwendigen Konsolidierungskurs im Bankensektor zu verhindern.

Zinsen können kaum mehr sinken

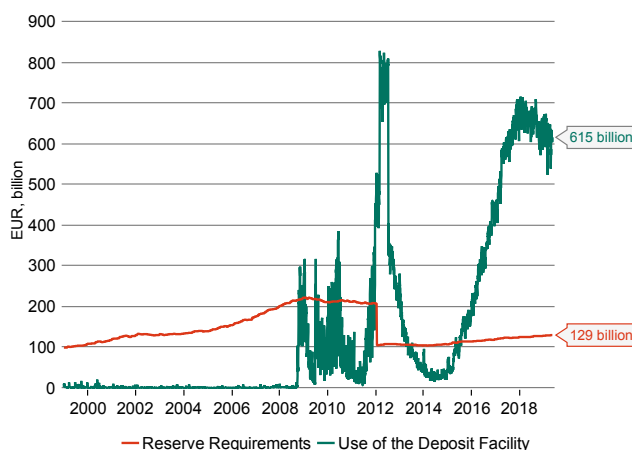


Quelle: Macrobond, Hamburg Commercial Bank Economics

Forward guidance verlängert

Auch die forward guidance hat die EZB auf ihrer März-Zinssitzung geändert. Zuvor lautete diese, dass die Leitzinsen in der Eurozone mindestens über den Sommer 2019 hinaus auf ihrem derzeitigen Niveau von 0 % bleiben würden. Die Einlage- und Spitzenrefinanzierungsfazilität wäre ebenfalls unangetastet bei -0,40 % und 0,25 % geblieben. Nun sollen die Zinsen mindestens über das Jahresende 2019 hinaus auf ihrem aktuellen Niveau verharren. Eine erste Zinsanhebung ist also laut forward guidance 2019 ausgeschlossen, obwohl bisher unklar ist, wer der Nachfolger von EZB-Chef Mario Draghi wird, der Ende Oktober 2019 aus seinem Amt ausscheidet. Noch ist nicht ausgeschlossen, dass sein Nachfolger einen weniger vorsichtigen geldpolitischen Kurs unterstützt und mit diesem Zinsausblick gewisse Restriktionen vorfindet.

Hohe Nutzung der Einlagenfazilität trotz Strafzinsen



Quelle: Macrobond, Hamburg Commercial Bank Economics

Doch nicht nur 2019 dürfte keine Zinsanhebung auf der Agenda stehen, sondern auch 2020 rechnen wir nicht mit einer. Denn die Wirtschaft sollte unter Potenzial wachsen und die Inflationsraten bleibt deutlich unterhalb des Preisziels der EZB bei knapp 2 %. Dazu kommt, dass die USA 2020 in eine leichte Rezession fallen dürfte, was auch Spuren im Wachstum hierzulande hinterlässt und die Notenbank vor Zinsschritten zurückschrecken lassen sollte. Mit ihren geldpolitischen Entscheidungen hat die EZB auf ihrem Zinstreffen im März einer weiteren geldpolitischen Normalisierung eine Absage erteilt. Das aktuelle Niedrigzinsumfeld dürfte damit auf Sicht der nächsten Jahre Bestand haben – mit allen Problemen, die sich daraus ergeben. So bleiben die Zinsmargen der Banken niedrig, die Banken müssen Strafzinsen auf Überschussliquidität bei der Notenbank zahlen, die sie zum Teil an ihre Kunden weitergeben, Sparer und Investoren bekommen kaum einen Ertrag aus ihren Zinsprodukten und die Jagd nach Rendite bei Investoren geht weiter, bei der auch riskante Anlagen vermeintlich attraktiv erscheinen.

Kommt eine Staffelung des Einlagezinssatzes?

Zusätzlich zu den im März beschlossenen geldpolitischen Maßnahmen hat EZB-Chef Mario Draghi auf der ECB Watchers Conference in Frankfurt Ende März erstmals eine Staffelung des Einlagezinssatzes für Banken ins Spiel gebracht – nach dem Vorbild der Bank of Japan (BoJ) –, um die Auswirkungen des Niedrigzinsumfeldes für die Banken abzumildern. Bisher hatte sich die EZB stets dagegen gewehrt und die positiven Effekte der niedrigen Zinsen für die Banken als höher angesehen als die negativen Effekte. Die Strafzinsen auf Überschussreserven der Banken bei der Notenbank werden zwar nicht als Hauptgrund für die schwierige Ertragslage der Banken angesehen, aber eine Staffelung des Einlagezinssatzes könnte die Situation erleichtern. Die europäischen Banken zahlen rund 7,5 Mrd. Euro an Strafzinsen. Im Vergleich, die US-Banken erhalten 40 Mrd. Euro für ihre Einlagen, was ihre Profitabilität erhöht. Die Staffelung könnte so aussehen, dass für gewisse Freibeträge keine Strafzinsen zu zahlen wären, denn der Einlagezinssatz würde bei 0 % liegen, alle darüber hinaus gehende Überschussliquidität würde mit einem Strafzins belegt werden.

Auf der Zinssitzung im April hat die EZB jedoch betont, dass die Staffelung des Einlagezinssatzes keine ausgemachte Sache sei. Die Notenbank würde derzeit nur darüber „nachdenken“. Noch sei es zu früh für eine Entscheidung. Dass das Thema für die Währungshüter relevanter geworden ist, nachdem sie sich lange dagegen gewehrt haben, liegt an der Verzögerung der geldpolitischen Normalisierung, also der Änderung der forward guidance. Damit ist eine erste Zinsanhebung in der Eurozone vorerst nicht absehbar, d.h. die Zinsen bleiben längerfristig niedrig, was für die Banken zunehmend eine Herausforderung darstellen könnte. Zudem

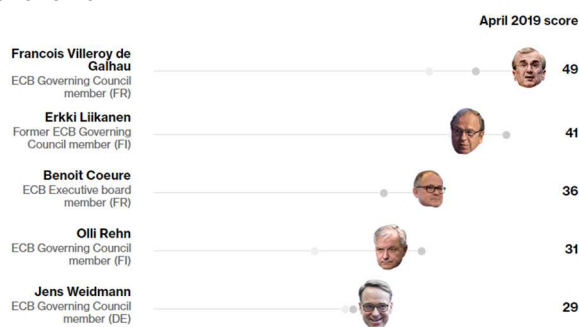
könnte eine schlechtere wirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone auch eine Senkung des Einlagezinssatzes notwendig machen. Diese Maßnahme könnte ebenfalls durch eine Staffelung des Einlagezinssatzes für die Banken abgemildert werden. In unserem Basisszenario rechnen wir allerdings nicht mit Zinssenkungen in der Eurozone, weder bei den Leitzinsen noch beim Einlagezinssatz, denn dafür sollte sich das Wachstum als zu solide erweisen.

Ob eine Staffelung tatsächlich kommt, hängt nach Aussage der EZB auf ihrer Zinssitzung im April maßgeblich davon ab, wie sich die Konjunktur und die Kreditvergabe weiter entwickelt. Mit den guten BIP-Zahlen im ersten Quartal 2019 – die Wirtschaft konnte mit 0,4 % zulegen – dürfte es aber für die Notenbanker schwiedriger werden, eine solche Maßnahme durchzusetzen.

Nachfolge von EZB-Präsident noch nicht entschieden

EZB-Chef Mario Draghi scheidet Ende Oktober 2019 aus seinem Amt. Entscheidend für den weiteren geldpolitischen Pfad der EZB dürfte sein, für welchen Nachfolger sich die Politik entscheidet. Je nachdem, ob der neue Chef eher dem Lager der Tauben oder dem der Falken zuzuordnen ist, könnte die Politik der Notenbank unterschiedlich strikt ausfallen. In einer Umfrage unter Ökonomen von Bloomberg von April, wer denn Draghis Nachfolger werden könnte, liegt der Franzose Francois Villeroy de Galhau mit Abstand vorne. Es folgt der Finne Erkki Liikanen. An dritter Position wird Benoit Coeure genannt, der bereits im Board der EZB sitzt. Bundesbankpräsident Jens Weidmann ist nur auf Rang 5. Über die Nachfolge von Mario Draghi muss die Politik in einem Geschachere um Posten entscheiden. Dabei dürfte auch verhandelt werden, wer neuer Präsident der EU-Kommission wird. Möglicherweise gibt es bereits auf dem Treffen der EU-Finanzminister am 17.05. Ergebnisse zu der Nachfolgerfrage.

Wer wird neuer EZB-Chef? Bloomberg-Umfrage unter Ökonomen

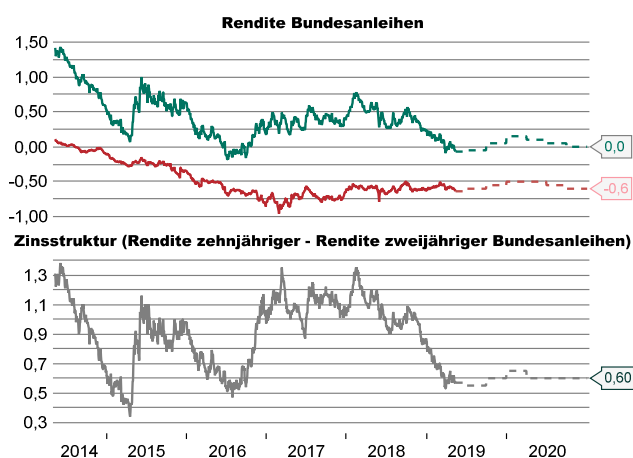


Quelle: Bloomberg

Niedrigzinsumfeld zementiert

Über den Jahreswechsel lag die zehnjährige Bund-Rendite noch bei über 0,20 %. Danach bröckelte die Verzinsung immer weiter ab. Ausschlaggebend dafür waren globale Risikofaktoren wie der Brexit und der Handelskonflikt zwischen den USA und China, die zu einer hohen Unsicherheit bei den internationalen Anlegern führten und sichere Anlagen wie Staatsanleihen profitieren ließ. Mit anderen Worten, in den niedrigen Kapitalmarktzinsen ist eine erhebliche Sicherheitsprämie enthalten. Dazu kam eine Fed, die von ihren noch zum Jahresende 2018 avisierten Zinserhöhungen für 2019 Abstand nahm und damit ebenfalls für Zuflüsse in die Rentenmärkte sorgte.

Zwei- und zehnjährige Bund-Renditen: Kein Aufwärtspotenzial



Quelle: Macrobond, Hamburg Commercial Bank Economics

Entscheidend für die weitere Entwicklung der Bund-Renditen war allerdings die EZB-Zinssitzung Ende März. Auf diesem Treffen verschob die Notenbank eine erste Zinsanhebung in der Eurozone vom Herbst auf das Jahresende. Doch auch 2020 ist eine Zinsanhebung mit der antizipierten Konjunktorentwicklung eher unwahrscheinlich, womit die geldpolitische Normalisierung auf unbestimmte Zeit ausgesetzt wurde. Dies zementiert das Niedrigzinsumfeld und

gibt kaum Raum für steigende Renditen. Die langfristigen Bund-Renditen wurden nochmals unter deutlichen Abwärtsdruck gesetzt und fielen auf Niveaus unterhalb der Nulllinie. Zuletzt sanken die zehnjährigen Bund-Renditen im Zuge einer Flucht in Sicherheit mit der Eskalation im Handelsstreit weiter und erreichten einen Tiefpunkt von rund - 0,13 %.

Mit der Kurskorrektur der EZB und hohen sicherheitsmotivierten Zuflüssen in die Bundesanleihen aufgrund eines schwelenden Handelskonfliktes ist ein stärkerer Zinsanstieg auf Sicht der nächsten Quartale sehr unwahrscheinlich geworden. Wir rechnen allenfalls mit marginalen Zuwächsen, die sich aufgrund etwas nachlassender Risikofaktoren (Brexit, Handelskrieg) ergeben könnten. De facto bleibt es aber mehr oder weniger bei sehr niedrigen Renditen um die Nulllinie, zumal aus den USA auch keine zinstreibenden Impulse kommen. Denn die Fed hat weiteren Zinsanhebungen in diesem Jahr eine Absage erteilt und für 2020 dürften unseres Erachtens aufgrund der an Fahrt verlierenden Wirtschaft eher Zinssenkungen näher rücken. Wir rechnen mit einem Niveau von 0,15 % für das Jahresende 2019 und 0 % für das Jahresende 2020 bei den zehnjährigen Bund-Renditen.

Vergangenheitswerte sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Entwicklungen.

Aus Sicht eines Euro-Investors können die Renditen ausländischer Anleihen wie US-Staatsanleihen infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

Sintje Boie

Senior Analystin

Telefon: 040-3333-12820

IMPRESSUM

Hamburg Commercial Bank

Hamburg

Gerhart-Hauptmann-Platz 50
20095 Hamburg
Telefon 040 3333-0
Fax 040 3333-34001

Kiel

Martensdamm 6
24103 Kiel
Telefon 0431 900-01
Fax 0431 900-34002

Redaktion & Versand

Dr. Cyrus de la Rubia
Chefvolkswirt
Tel.: 040-3333-15260

Sintje Boie
Analystin
Tel.: 040-3333-12820

Volker Brokelmann, CFA
Credit Analyst
Tel.: 040-3333-12249

Thomas Miller, CFA
Credit Analyst
Tel.: 040-3333-12056

Redaktionsschluss dieser Ausgabe: 16. Mai 2019

Das Glossar zu unseren Publikationen finden Sie auf der Homepage der Hamburg Commercial Bank unter http://www.hcob-bank.de/publikationen_glossar

Disclaimer

Die in dieser Publikation enthaltenen Marktinformationen sind zu allgemeinen Informationszwecken erstellt worden und ausschließlich zur Information bestimmt. Sie ersetzen weder eigene Marktrecherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Information oder Beratung. Es handelt sich bei dieser Publikation um eine Information im Sinne des § 63 Absatz 6 WpHG bzw. Artikel 24 Absatz 3 der Richtlinie 65/2014/EU. Diese Publikation enthält keine Anlagestrategieempfehlungen oder Anlageempfehlungen (Finanzanalysen) im Sinne des § 2 Absatz 9 Nummer 5 WpHG bzw. des Artikel 3 Absatz 1 Nummer 34 und Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014. Sie steht deshalb nicht im Einklang mit den Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen und unterliegt keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Die Hamburg Commercial Bank AG weist darauf hin, dass die dargestellten Marktinformationen nur für Anleger mit eigener wirtschaftlicher Erfahrung, die die Risiken und Chancen des/der hier dargestellten Marktes/Märkte abschätzen können und sich umfassend aus verschiedenen Quellen informieren, bestimmt sind. Die in dieser Publikation enthaltenen Aussagen und Angaben basieren auf Informationen, die die Hamburg Commercial Bank AG gründlich recherchiert bzw. aus allgemein zugänglichen, von der Hamburg Commercial Bank AG nicht überprüfbaren Quellen, die sie für verlässlich erachtet, bezogen hat: Die Hamburg Commercial Bank AG hält die verwendeten Quellen zwar für verlässlich, kann deren Zuverlässigkeit jedoch nicht mit letzter Gewissheit überprüfen. Die einzelnen Informationen aus diesen Quellen konnten nur auf Plausibilität überprüft werden, eine Kontrolle der sachlichen Richtigkeit fand nicht statt. Zudem enthält diese Publikation Schätzungen und Prognosen, die auf zahlreichen Annahmen und subjektiven Bewertungen sowohl der Hamburg Commercial Bank AG als auch anderer Quellen beruhen und lediglich unverbindliche Auffassungen über Märkte und Produkte zum Zeitpunkt der Herausgabe darstellen. Trotz sorgfältiger

Bearbeitung übernehmen die Hamburg Commercial Bank AG und ihre Mitarbeiter und Organe keine Gewähr für Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der bereitgestellten Informationen und Prognosen.

Dieses Dokument kann nur gemäß den gesetzlichen Bestimmungen in den jeweiligen Ländern verteilt werden, und Personen, die im Besitz dieses Dokuments sind, sollten sich über die anwendbaren lokalen Bestimmungen informieren. Diese Unterlagen enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentliche Angaben und können von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Weder die Hamburg Commercial Bank AG noch ihre Organe oder Mitarbeiter können für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Publikation oder ihrer Inhalte oder sonst im Zusammenhang mit dieser Publikation entstanden sind.

Die Hamburg Commercial Bank AG weist darauf hin, dass die Verbreitung der vorliegenden Materialien nicht zulässig ist. Schäden, die der Hamburg Commercial Bank AG aus der unerlaubten Verbreitung dieser Materialien entstehen, hat der Verbreitende in voller Höhe zu ersetzen. Von Ansprüchen Dritter, die auf der unerlaubten Verbreitung dieser Materialien beruhen, und damit im Zusammenhang stehenden Rechtsverteidigungskosten hat er die Hamburg Commercial Bank AG freizuhalten. Dies gilt insbesondere auch für die Verbreitung dieser Publikation oder von Informationen daraus an U.S. Personen oder Personen in Großbritannien.

Die Hamburg Commercial Bank AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

**Weitere
Ansprechpartner****Sparkassen & Financial
Institutions**

Thomas Benthien
Tel.: 0431-900-25000

**Sales Corporates and Real
Estate**

Stefan Masannek (komm.)
Tel.: 0431-900-25550

**Sales Shipping, Energy &
Infrastructure**

Stefan Masannek
Tel.: 0431-900-25550

Debt Capital Markets

Jan Eibich
Tel.: 0431-900-25311