

Covered Bond Spezial

Alfred Anner, CEFA

Beachten Sie bitte den/die Hinweis/e auf der/den letzten Seite/n
► www.research.bayernlb.de, Bloomberg: BAYR

Die EZB zieht sich zurück: Auswirkungen auf Covered Bonds

Kurz und klar

- Der Rückzug der EZB, als mit Abstand größter Covered Bond Investor, dürfte mittelfristig sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt spürbare Veränderungen mit sich bringen.
- Da die EZB aber plant, ihre fällig werdenden Covered Bonds bis auf weiteres zu reinvestieren, bleibt sie in den nächsten Jahren ein wichtiger unterstützender Faktor.
- 2019 erwarten wir eine Halbierung der EZB-Käufe gegenüber 2018. 2020 steigen sie aufgrund stark ansteigender Fälligkeiten im EZB-Portfolio aber wieder auf das Niveau von 2018.
- Die EZB dürfte weiterhin sowohl den Primär- als auch den Sekundärmarkt nutzen. Eine Bevorzugung einzelner Länder halten wir für unwahrscheinlich.
- Primärmarkt: Ähnlich wie in diesem Jahr könnten Emittenten auch 2019 versuchen ihren Refinanzierungsbedarf frühzeitig zu decken. Zugleich steigt mit deutlich reduzierten EZB-Orders das Platzierungsrisiko für Emittenten – schwächeren Banken könnte der Primärmarkt verwehrt bleiben.
- Sekundärmarkt: Da die EU-Peripherie Segmente am stärksten von den EZB-Käufen profitierten, erscheint es naheliegend, dass sie unter dem EZB-Rückzug am stärksten leiden werden. Mindestens 2019 bleibt die EZB aber noch ein wichtiger unterstützender Faktor, wir rechnen daher auf 12-Monatssicht nur mit moderat steigenden Spreads.
- Allerdings rückt das endgültige Auslaufen der EZB-Unterstützung unweigerlich näher. Sollten sich politische Risiken verschärfen, sind stärkere Spread-Ausschläge als in den letzten Jahren zu erwarten.
- Wir empfehlen EU-Peripherie Segmente unterzugewichten, vor allem Italien. Während wir defensive – aber extrem teure – Segmente wie Deutschland, EU-Kerneuropa und Skandinavien neutral gewichten. Wir bevorzugen stattdessen die fundamental ebenfalls gut abgesicherten, aber um 10-15 Bp besser rentierenden Nicht-EWR Segmente wie Australien, Neuseeland und Singapur.

► Nach 10 Jahren umfangreicher Covered Bond Käufe leitet die EZB ihren Rückzug ein

Nachdem die EZB im Juli 2009, also vor annähernd 10 (!) Jahren, ihr erstes Kaufprogramm zur Unterstützung der Covered Bond Märkte startete, will sie ab dem Jahresende 2018 ihre Covered Bond Bestände netto nicht mehr aufstocken. Im Laufe der Jahre wurde die EZB zum mit Abstand größten einzelnen Investor in Covered Bonds. Derzeit hält sie mehr als ein Drittel des gesamten Marktes für Benchmark-Anleihen. Ihr Rückzug sollte somit sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt spürbare Veränderungen mit sich bringen.

► Wie verändert sich die EZB-Politik? Wir untersuchen Auswirkungen auf Primär- und Sekundärmarkt

Da die EZB aber plant, ihre fällig werdenden Covered Bond Bestände bis auf weiteres zu reinvestieren, bleibt sie ein wichtiger unterstützender Faktor. In dieser Publikation liefern wir Antworten auf Fragen nach der Höhe und Verteilung der reinvestierten Covered Bond Käufe. Wird sie eher am Primär- oder Sekundärmarkt aktiv werden? Kann sie einzelne Länder (Italien) bevorzugen? Welche Ländersegmente sind dem größten Spread-Risiko ausgesetzt und wie verändern sich die Bedingungen am Primärmarkt? Und nicht zuletzt stellt sich natürlich die Frage, wie Investoren sich am sinnvollsten aufstellen sollten.

CBPP3 – Ein kurzer Rückblick

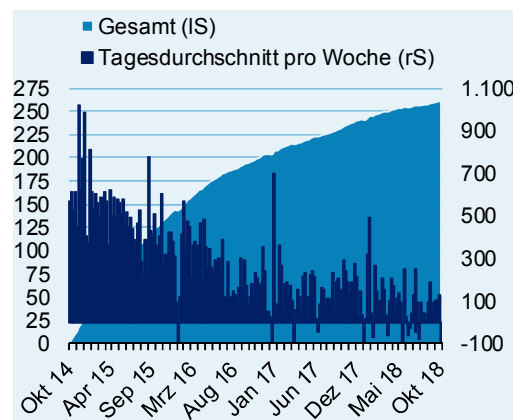
► Das CBPP3 macht die EZB zum größten Covered Bond Investor

Das dritte Ankaufprogramm der Europäischen Zentralbank für Covered Bonds (CBPP3) (EZB) wurde am 04.09.2014 angekündigt und am 20.10.2014 starteten die Zentralbanken mit den Ankäufen. Seitdem hat sich die EZB zum größten Einzelinvestor am Covered Bond-Markt entwickelt. Zusammen mit den Überresten des ersten und zweiten Ankaufprogramms hält sie nun rund 270 Mrd. Euro, was rund 45% aller von der EZB gemäß ihrer Anlagekriterien überhaupt erwerbbarer Covered Bonds – im Wesentlichen Euro-denominierte Covered Bonds von Euro-Raum Emittenten – umfasst.

► Anfänglich starker Start mit hohen Ankaufvolumen – nachlassende Dynamik und Verlagerung auf Primärmarkt

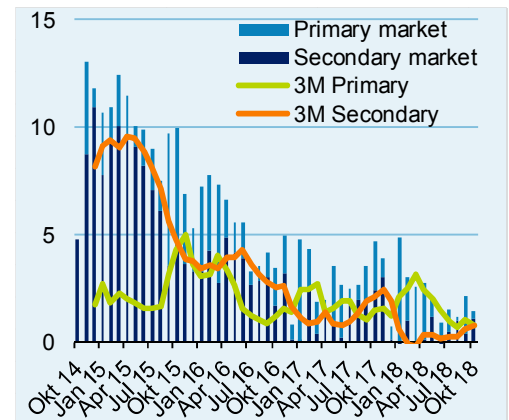
Zu Beginn des CBPP3 sammelte die EZB monatlich bis zu 13 Mrd. Euro ein. Davon wurden teilweise bis zu 92% am Sekundärmarkt erworben, während nur ein kleiner Teil bei Neuemissionen erstanden wurde. Aufgrund der geringen Liquidität am Sekundärmarkt änderte die EZB aber ihre Strategie und konzentrierte ihre Käufe stark auf den Primärmarkt, womit der durchschnittliche Sekundärmarktanteil stark rückläufig tendierte (siehe nachfolgendes rechtes Diagramm).

CBPP3: Abflauende Kaufdynamik
Bestandsvolumen in Mrd. Euro, Tagesdurchschnitt in Mio. Euro (jeweils zum Valuta-Stichtag)



Quelle: EZB, BayernLB Research

CBPP3: Verlagerung von Primär- auf Sekundärmarkt
Monatliche Käufe der EZB in Mrd. Euro



Quelle: EZB, BayernLB Research

Wie lange und wie viele Covered Bonds kauft die EZB in den nächsten Jahren?

- Wir erwarten, dass die Fälligkeiten noch mindestens drei Jahre reinvestiert werden

Grundsätzlich wird die Reinvestition der Fälligkeiten auch nach dem Ende der Nettokäufe im Dezember 2018 noch für längere Zeit für Unterstützung am Covered Bond Markt sorgen. Während sich die EZB bedeckt hält, wie lange die Käufe noch andauern werden, gehen unsere Volkswirte von einem Zeitraum bis mindestens Ende 2021, also mindestens drei weiteren Jahre aus.

- 2019 halbieren sich die EZB-Käufe gegenüber 2018 in etwa

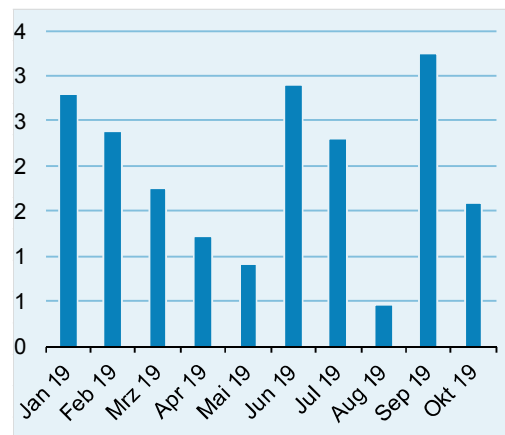
Die Höhe der zukünftigen Covered Bond Käufe kann zumindest bis etwa ein Jahr im Voraus gut abgeschätzt werden, weil die EZB [hier](#) die jeweiligen monatlichen Fälligkeiten ihres Portfolios für die nächsten zwölf Monate bekannt gibt. Bis Oktober 2019 hat die EZB diese bereits veröffentlicht (siehe nachfolgende linke Grafik). Werden die Covered Bond Fälligkeiten vollumfänglich wieder in Covered Bonds angelegt, ergibt sich mit insgesamt 19,55 Mrd. Euro (Jan. – Okt.) im nächsten Jahr ein monatliches Kaufvolumen von rund 2 Mrd. Euro.¹ Vergleicht man dies mit den durchschnittlichen monatlichen Käufen (inklusive reinvestierter Fälligkeiten) seit Anfang 2018 von 3,67 Mrd. Euro, ergibt sich ein Rückgang um rund 1,7 Mrd. Euro – das heißt die EZB-Käufe halbieren sich 2019 annähernd gegenüber diesem Jahr.

- 2020 verdoppeln sich die Reinvestitionen gegenüber 2019

Geht man davon aus, dass die EZB aus ihrem Anlageuniversum (Euro-Anleihen der Euro-Raum-Emittenten) einen repräsentativen Durchschnitt des Benchmark-Index (iBoxx Euro Covered) erworben hat, dürften indes die Reinvestitionen ab 2020 spürbar zunehmen. Dieser Anstieg kann gut nachvollzogen werden, wenn man sich klarmacht, dass die EZB ihre CBPP3-Käufe im Herbst 2014 startete und diese – bei einer unterstellten rund 5-jährigen durchschnittlichen Laufzeit ihrer Investitionen – ab Ende nächsten Jahres fällig werden sollten. So erwarten wir für die Jahre 2020/21/22/23 mit 41/44/45 Mrd. Euro gegenüber 2019 (22 Mrd. Euro) eine annähernde Verdoppelung der Fälligkeiten im EZB-Portfolio (siehe nachfolgende rechte Grafik).

CBPP3 Reinvestitionen 2019: Hohe Schwankungsbreite

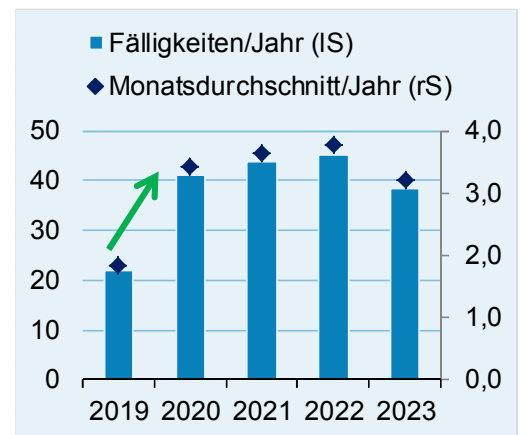
Monatliche Reinvestitionen in Mrd. Euro (bisher veröffentlicht)



Quelle: EZB, BayernLB Research

CBPP3 Reinvestitionen: Ab 2020 deutlicher Anstieg der Fälligkeiten

Jährliche Käufe der EZB in Mrd. Euro



Quelle: EZB, BayernLB Research

¹ Hochgerechnet auf das Gesamtjahr 2019 schätzen wir sie auf etwa 22 Mrd. Euro. Dies entspricht einem durchschnittlichem Monatsvolumen von rund 1,8 Mrd. Euro.

Wird die EZB vorzugsweise am Primär- oder Sekundärmarkt reinvestieren?

- ▶ Die EZB dürfte sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt kaufen

Grundsätzlich gehen wir davon aus, dass die EZB – wie in der Vergangenheit auch – keine detaillierten Informationen veröffentlichen wird, ob sie plant ihre Reinvestitionen vorzugsweise über Primär- oder Sekundärmarkt zu tätigen. Wir sehen zudem keinen triftigen Grund, warum sie sich auf einen der beiden Märkte beschränken sollte. Schließlich waren in der Vergangenheit immer wieder Phasen zu beobachten, wo das Primärmarktangebot oder auch die Sekundärmarktliquidität deutlich abnahm bzw. sogar nahezu zum Erliegen kam. Diese Flexibilität sollte sie nicht ohne Not aufgeben. Insofern halten wir es für wahrscheinlich, dass auch die am Primärmarkt von der EZB aktuell praktizierte 10%-Beteiligungsquote bei geeigneten Neuemissionen aufrechterhalten werden wird.

- ▶ Wichtiger als „wo“, ist „dass“ in signifikanten Umfang investiert wird

Darüber hinaus sehen wir die Frage, ob die EZB am Primär- oder Sekundärmarkt investiert, nicht wirklich als „kriegsentscheidend“. Viel wichtiger als die Frage, „wo“ investiert wird, ist unseres Erachtens „dass“ investiert wird und – wie wir im vorherigen Kapitel gesehen haben mit rund 20 Mrd. Euro 2019 und ab 2020 sogar rund 40 Mrd. Euro – in signifikantem Umfang. Wir erwarten also, dass etwaige EZB-Käufe am Primärmarkt positiv auf Sekundärmarkt-Spreads durchschlagen, diese Wechselwirkung aber auch in umgekehrter Richtung erreicht werden wird. Relevant für die Marktteilnehmer am Covered Bond Markt bleibt vor allem, dass sie auch 2019/20 noch auf spürbare Unterstützung zählen dürfen.

Kann die EZB einzelne Ländersegmente bevorzugen?

- ▶ Sofortige Reinvestition von Fälligkeiten in dieselbe Jurisdiktion bei Covered Bonds nicht praktikabel

Während die EZB in Bezug auf das Public sector purchase programme (PSPP) ausdrücklich definiert hat, dass fällig werdende Anleihen wieder in dasselbe Land reinvestiert werden sollen, wurde dies in Bezug auf Covered Bonds bzw. für alle privaten Kaufprogramme nie erklärt. Insofern gehen wir davon aus – und halten es anders auch gar nicht für praktikabel – dass sich Covered Bond Reinvestitionen nach dem jeweiligen Primär- bzw. Sekundärangebot richten und nicht „1:1“ wieder in die gleiche Jurisdiktion fließen.

- ▶ Eine signifikante Bevorzugung einzelner Länder halten wir aber für unwahrscheinlich

Darüber hinaus können wir uns aber nur schwer vorstellen, dass die EZB in Bezug auf Covered Bonds einzelne Länder im größeren Stil bevorzugt, wenn sie dies bei Staatsanleihen explizit ausgeschlossen hat – maßgebend ist im PSPP ja der EZB-Kapitalschlüssel.² Uns erscheint es am wahrscheinlichsten, dass die EZB gegebene Marktverhältnisse nachzubilden versucht. Das hieße, dass sich die Marktanteile der einzelnen Länder im EZB-Portfolio nach einem prominenten Index richten, z.B. dem iBoxx Euro Covered Index (der alle in Euro denominierten Benchmark-Anleihen > 500 Mio. Euro enthält).

Auswirkungen auf den Primärmarkt

- ▶ Die EZB ist zwar ein wichtiger, aber nur einer von vielen Einflussfaktoren

Grundsätzlich hängt das Covered Bond Emissionsvolumen am Primärmarkt von vielen Faktoren ab. Hierzu zählen u.a. das Kreditwachstum der für den Deckungsstock geeigneten Forderungen, der Refinanzierungsbedarf (Fälligkeiten) des Emittenten, der Bedarf an unbesicherten Kapital (MREL, TLAC), der Zugang zu alternativen Refinanzierungsquellen (wie dem TLTRO II). Hinzu kommen die allgemeinen Emissionsbedingungen, sprich das Risikosentiment. Insofern ist die Höhe des EZB-Engagements zwar ein wichtiger, aber keineswegs der einzige Einflussfaktor für Emissionsbedingungen bzw. Primärvolumen im nächsten Jahr.

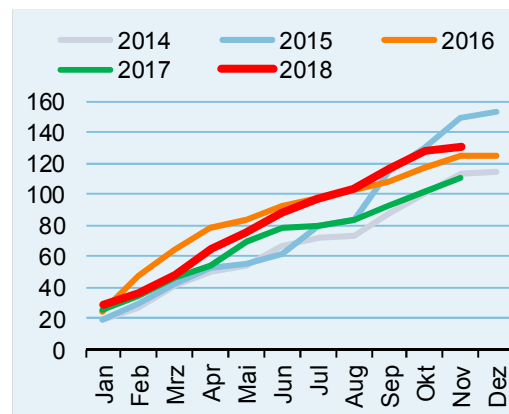
² [ECB announces expanded asset purchase programme](#): “Purchases of securities under the expanded asset purchase programme that are not covered by the ABSPP or CBPP3 will be allocated across issuers from the various euro area countries on the basis of the ECB’s capital key.” vom 22. Januar 2015

- ▶ Auch 2019 könnten Emittenten versuchen ihren Refinanzierungsbedarf möglichst frühzeitig zu funden
- ▶ 2019 steigt Platzierungsrisiko für Emittenten – schwächere Banken könnten es schwer haben

Indes hat der angekündigte Rückzug der EZB in diesem Jahr unstrittig zu Vorzieheffekten am Primärmarkt geführt. Mit einem Emissionsvolumen von aktuell bereits 130,4 Mrd. Euro Benchmark Covered Bonds wurde nicht nur unsere Jahresanfangs-Schätzung (100-110 Mrd. Euro), sondern die Prognosen von fast allen Marktteilnehmern deutlich übertroffen. Für 2019/20 könnten Emittenten ähnliche Überlegungen wie in diesem Jahr anstellen: Solange die EZB noch die „schützende Hand“ über Covered Bonds hält, macht es Sinn anstehende Fälligkeiten möglichst frühzeitig zu refinanzieren.

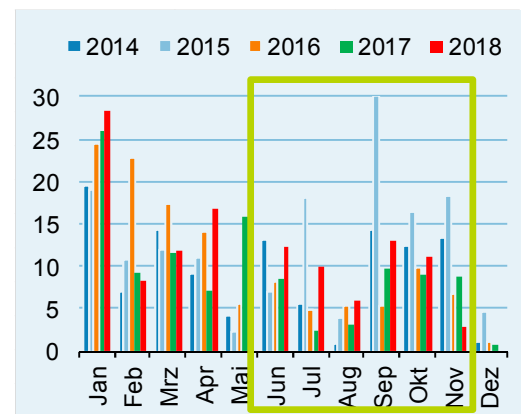
Darüber hinaus steigt das Platzierungsrisiko für Emittenten im Vergleich zu diesem Jahr. So fiel Anfang 2018 eine Platzierung ungleich leichter, wusste man doch, dass ein Käufer alleine schon 50% und mehr einer Emission kaufen wird. Im Laufe des Jahres hat die EZB indes ihre Beteiligungsquote am Primärmarkt von 50% auf zunächst 30% und seit Oktober dieses Jahres sogar auf 10% reduziert. Insofern sollte das fehlgeschlagene Debüt der französischen My Money Bank SCF Ende September – das valutarisch bereits in den Oktober gefallen wäre – Emittenten ein warnendes Beispiel für 2019 bieten. Dies könnte auch dazu führen, dass schwächere Emittenten (beispielsweise aus der EU-Peripherie) den Primärmarkt nahezu komplett meiden werden.

Primärmarkt: 2018 bestes Emissionsjahr der letzten 3 Jahre
 Benchmark-Covered Bonds (≥ 500 Mio. Euro, fixer Coupon) in Mrd. Euro



Quelle: Bloomberg, BayernLB Research

Primärmarkt: Seit Juni durchgehend überdurchschnittliche Emissionsaktivität
 Benchmark-Covered Bonds (≥ 500 Mio. Euro, fixer Kupon) in Mrd. Euro je Monat



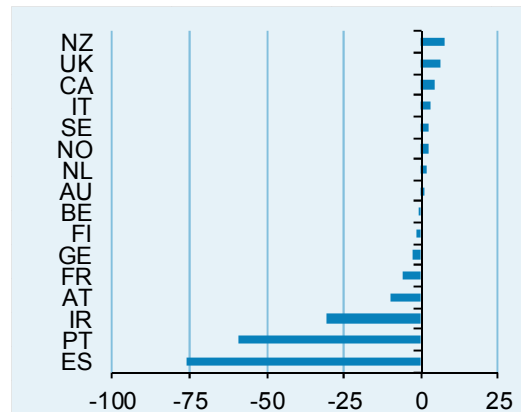
Quelle: Bloomberg, BayernLB Research;

Sekundärmarkt: Welche Segmente leiden am stärksten unter dem EZB-Rückzug?

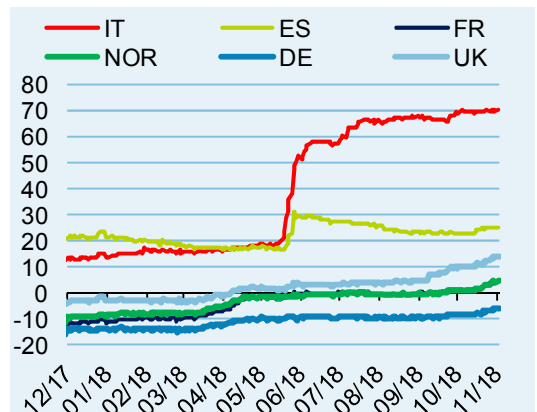
- ▶ EU-Peripherie profitierte überproportional vom CBPP3 – Italien YTD mit deutlich schlechterer Spread-Performance

Spread-technisch haben Anleihen aus der europäischen Peripherie stark überproportional vom Ankaufprogramm der EZB profitiert. Seit der Ankündigung haben spanische, portugiesische und irische Covered Bond-Spreads um 76 Bp, 59 Bp und 30 Bp eingengt (siehe nachfolgende linke Grafik). Italienische Covered Bonds hatten bis Anfang des Jahres ebenfalls um 52 Bp eingengt, bevor sie infolge der Regierungsübernahme der Lega Nord/5 Sterne-Koalition seit Jahresanfang rund 55 Bp ausweiteten und damit YTD die mit Abstand schlechteste Spread-Performance aller Ländersegmente ablieferten (nachfolgende rechte Grafik). Anleihen aus Core- bzw. Semi-Core Ländern reagierten weitaus schwächer auf das Ankaufprogramm und die Spreads von deutschen Pfandbriefen oder französischen Covered Bonds engten im Schnitt nur um 3 Bp – 6 Bp ein.

Asset-Swap-Spread Entwicklung der Covered Bonds Indizes seit CBPP3 Ankündigung
ASW-Veränderung in Bp (seit 04.09.2014)



YTD 2018: Italien mit deutlich schlechtestem Spread-Performance
ASW in Bp (seit 31.12.2017)



Quelle: Datastream, BayernLB Research

- ▶ Auf 12-Monatssicht erwarten wir moderat ausweitende Sekundärmarkt-Spreads

Wie oben beschrieben, erwarten unsere Zinsstrategen, dass die EZB noch bis mindestens Ende 2021 fällige Anleihen reinvestiert. 2019 gewährt die EZB Covered Bonds damit noch eine signifikante Unterstützung von monatlich etwa 2 Mrd. Euro. Wenn sich diese auch gegenüber 2018 in etwa halbiert, so steigt sie 2020 sogar wieder auf Niveaus wie 2018, was die Sekundärmärkte einpreisen sollten und somit die Spread-Ausweitung 2019 begrenzen dürfte. Auf 12-Monatssicht erwarten wir für den Gesamtmarkt somit nur moderat ausweitende Swap-Spreads.

- ▶ Risiko (deutlicher) Spread-Ausschläge steigt

Allerdings rückt das endgültige Auslaufen der EZB-Unterstützung unweigerlich näher. Dies sollte mehr und mehr eingepreist werden, besonders bei EU-Peripherie-Segmenten. Da diese wie beschrieben vom CBPP3 deutlich am stärksten profitiert haben, könnten sie nun am stärksten leiden. Sollten sich darüber hinaus politische Risiken verschärfen und an den Märkten zu „risk-off“-Situationen führen, sind stärkere Spread-Ausschläge als in den letzten Jahren wahrscheinlich.

Wie stellen sich Investoren sinnvollerweise auf: Unsere Allokationsempfehlung

- ▶ Wir untergewichten EU-Peripherie, EU-Kernländer neutral und übergewichten Nicht-EWR-Segmente

Wie beschrieben, halten wir es für wahrscheinlich, dass mit dem näher rückenden endgültigen Ausstieg des größten Covered Bond Investors die Segmente am stärksten leiden werden, die in den letzten Jahren am stärksten von der massiven Unterstützung profitiert haben. Daher untergewichten wir spanische Cédulas, trotz des Spread-Pickups gegenüber EU-Kernländern. Indes bevorzugen wir Spanien gegenüber Italien, da wir in Italien größere wirtschaftliche und politische Risiken als in Spanien erwarten. Während wir defensive – aber extrem teure – Segmente wie Deutschland, EU-Kerneuropa und Skandinavien neutral gewichten, bevorzugen wir stattdessen die fundamental ebenfalls sehr gut abgesicherten, im Schnitt aber um 10-15 Bp besser rentierenden Nicht-EWR Segmente wie Australien, Neuseeland und Singapur. Zugute kommt diesen Märkten zudem, dass sie von den CBPP3-Käufen nicht unmittelbar profitiert hatten und insofern ein Ende der EZB-Unterstützung besser verkraften sollten. Hinzu kommt, gemäß den Basel-Vorschlägen vom Dezember 2017, mittelfristig eine eventuelle regulatorische Gleichbehandlung zu EWR Covered Bonds.

Das BayernLB Covered Bond Muster-Portfolio: Gewichtungen im Überblick

Index	iBoxx	BayernLB	Über- gewichtung	Unter- gewichtung
	Gewicht (gerundet)	Gewicht		
iBoxx € Germany Covered	13,6%	13,6%		
iBoxx € France Covered	24,5%	24,5%		
iBoxx € Netherlands Covered	5,9%	5,9%		
iBoxx € Austria Covered	3,1%	3,1%		
iBoxx € Norway Covered	4,8%	4,8%		
iBoxx € Sweden Covered	4,3%	4,3%		
iBoxx € Finland Covered	3,1%	3,1%		
iBoxx € Canada Covered	5,3%	5,3%		
iBoxx € UK Covered	5,7%	5,7%		
iBoxx € Italy Covered	6,2%	2,2%		4,0%
iBoxx € Spain Covered	12,9%	10,7%		2,2%
iBoxx € Portugal Covered	0,8%	0,0%		0,8%
iBoxx € Australia Covered	3,2%	6,2%	3,0%	
iBoxx € New Zealand Covered	0,7%	3,7%	3,0%	
iBoxx € Singapur Covered	0,5%	1,5%	1,0%	

Quelle: BayernLB Research; Markit

Ihre Ansprechpartner in der BayernLB

Tel. +49 89 2171-

Sales & Origination

Dr. Jörg Senger 26524

DCM Origination Corporates

Paul Kuhn 25756

DCM Origination Financial Institutions & Syndication

Jörg Himmelmann 23378

Treasury Products Sales

Dr. Klaus Voit 23795

Institutional Fixed Income Sales

Georg Steinig 26375

Sales Sparkassen & Regionalbanken

Ruth Kerschagl 23281

Financial Institutions Group

Alexander Plenk, CFA 25021

Global FIG

Thomas Lehmpuhl 26184

Structuring & Trading

Stefan Meier 26707

Fixed Income Trading

Nicholas Atkinson 25524

Derivate & Devisen

Marc Burgheim 27323

Structured Solutions

Christian Fuchsl 25503

Energy & Commodity Solutions

Dr. Michael Lange 27322

Sales Sparkassen Retail

Ingmar Alde 28451

Investor Relations

Volker Karioth 23441

Ariane Boldt 22291

Research

Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt 21750

Investment Research

Dr. Johannes Mayr 21859

Zinsstrategie, Staatsanleihen, SSA

Alexander Aldinger 24877

Dr. Norbert Wuthe 27209

Covered Bonds & Financials

Alfred Anner, CEFA 27072

Dr. Ulrich Horstmann, CEFA 21873

Georg Meßner, CFA 26396

Emanuel Teuber 27070

Stefan Voß 21808

Credits

Pia Ahrens 25727

Matthias Gmeinwieser, CIIA 26323

Miraji Othman 25888

Christian Strätz, CEFA, CIIA 27068

Aktienmarkt / Strategie / Privatkunden

Manfred Bucher, CFA 21713

Christoph Gmeinwieser, CIIA 27053

Technische Analyse

Hans-Peter Reichhuber 21780

Value Investing & Behavioral Finance

Dieter Münchow 23384

Volkswirtschaft

Dr. Stefan Kipar 27346

Makro-/Konjunkturanalyse

Christiane von Berg 28745

Devisenanalyse

Manuel Andersch 27448

Wolfgang Kiener 27058

Rohstoffe

Andreas Speer 21305

E-Mail: Vorname.Nachname@bayernlb.de

Disclaimer

Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 09.11.2018. 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. 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.

Aufgrund gesetzlicher Vorgaben (Wertpapierhandelsgesetz bzw. MiFID II) dürfen Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit einer von ihnen erbrachten Finanzportfolioverwaltung oder unabhängigen Honorar-Anlageberatung grundsätzlich keine Zuwendungen von Dritten annehmen oder behalten. **Eine Weitergabe dieser Unterlage an Unternehmen oder Unternehmensteile, die Finanzportfolioverwaltung oder unabhängige Honorar-Anlageberatung erbringen, ist daher nur gestattet, wenn mit der BayernLB hierfür eine Vergütung vereinbart wurde.**

Alfred Anner, CEFA
Senior Covered Bond Analyst
Investment Research
Tel: 089 2171 27072
alfred.anner@bayernlb.de

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

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