



COVERED BOND SPECIAL

17. Januar 2019

3 (+1) Gründe für ein gutes Covered Bonds-Jahr

- **Stabile Bonitäten:** Das relativ solide wirtschaftliche Umfeld dürfte unseres Erachtens die Bonitäten europäischer Banken und Länder stützen und somit auch bei den Covered Bonds für überwiegend stabile Ratings sorgen.
- **Hohes Emissionsvolumen:** Wir erwarten 2019 bei EUR Benchmark-Papieren ein hohes Emissionsvolumen von rund 120 Mrd. EUR bei Fälligkeiten von etwa 103 Mrd. EUR. Unter den Neuemissionen werden sich wohl zunehmend Papiere für grüne oder soziale Projekte finden.
- **Leichter Anstieg der Spreads:** Unseres Erachtens wird der schrittweise Abschied der EZB aus dem Markt für steigende Renditen sorgen und für Investoren neue Opportunitäten schaffen.
- **2019 feiert der deutsche Pfandbrief seinen 250. Geburtstag:** Wir sagen Happy birthday!

AUTOR

Sabrina Miehs
Senior Analyst
Telefon: 0 69/91 32-48 90
research@helaba.de

REDAKTION

Stefan Rausch
Leiter Credit Research

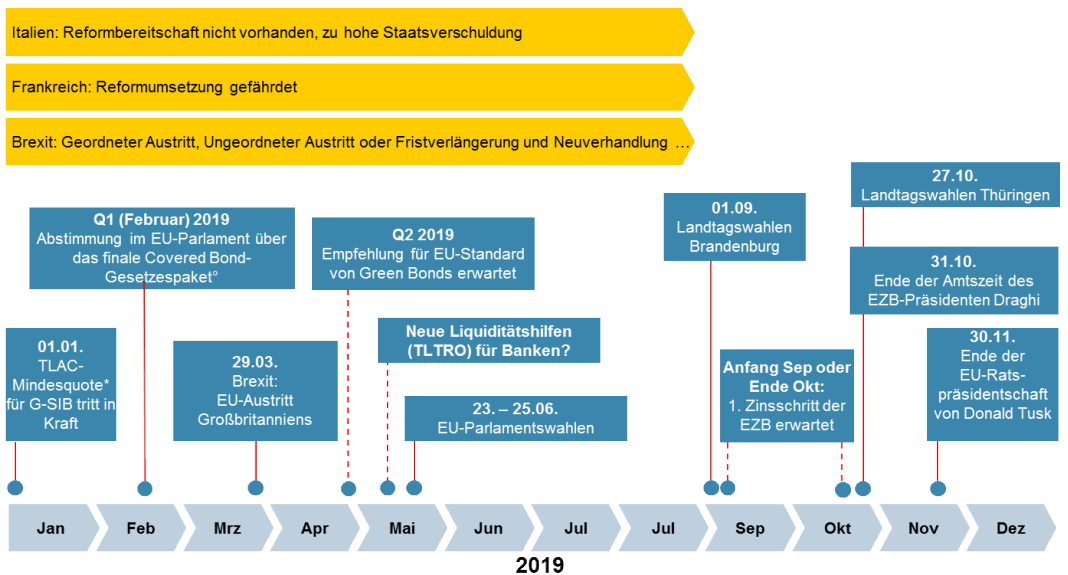
HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

Helaba

Landesbank
Hessen-Thüringen
MAIN TOWER
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

Covered Bonds in unsicherem Umfeld gesucht



Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

*von mind. 16 % der risikogewichteten Aktiva (RWA)

*Inkrafttreten der Richtlinie 20 Tage nach Veröffentlichung im *Official Journal of the European Union*, anschließend beginnt die 18-Monatige Umsetzungsperiode in nationales Recht. Anwendbarkeit dann spätestens 12 Monate nach Umsetzungsfrist

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Grund 1: Stabile Rahmenbedingungen

2019 werden die Bonitätsnoten im europäischen Covered Bond Sektor unseres Erachtens überwiegend stabil bleiben¹. Dafür spricht insbesondere das relative solide wirtschaftliche Umfeld in unserem volkswirtschaftlichen Haupt-Szenario². Dieses sollte die Bonitäten europäischer Banken und Länder – beides neben der Überdeckung zentrale Größen für die Bonitätseinschätzung von gedeckten Schuldverschreibungen – stützen und somit auch bei Covered Bonds für überwiegend stabile Ratings sorgen.

Bankensektor robust aufgestellt, im H2 wieder mehr konjunktureller Rückwind

Die Bonitätskennzahlen im europäischen Bankensektor werden 2019 nach unserer Auffassung stabil bleiben.³ Aufgrund des fortgeschrittenen Kreditzyklus haben sich Risiken in manchen Bereichen allerdings bereits deutlich erhöht. Immerhin ist der Sektor insgesamt robust aufgestellt. In der Eurozone dürfte die Wachstumsverlangsamung im Verlauf von 2019 auslaufen. In unserem Hauptszenario gehen unsere Volkswirte ab dem zweiten Halbjahr wieder von einer anziehenden konjunkturellen Dynamik aus. Darüber hinaus wird in Schweden zwar das Wachstum etwas schwächer ausfallen als in 2018. Die Wohnimmobilienpreise dürften sich nach den Preisrückgängen im Vorjahr und aufgrund des insgesamt niedrigen Zinsniveaus stabilisieren. In Norwegen nimmt das Wirtschaftswachstum Fahrt auf. Nach einer Korrektur haben sich die Preise am Wohnimmobilienmarkt wieder stabilisiert und der dämpfende Effekt der Hauspreiskorrektur auf die Konjunktur dürfte auslaufen.

Einschätzungen der Ratingagenturen bestätigen stabiles Bild

Auch die Ratingagenturen schätzen die Kapital-, Liquiditäts- und Refinanzierungssituation sowie Kreditqualität der Banken überwiegend als stabil ein. Ein ähnlich stabiles Bild zeichnen die Ländereinschätzungen der Bonitätswächter. Einzelne Länderratings tragen sogar einen positiven Ausblick. Lediglich die Italien und Großbritannien laufen 2019 Gefahr, herabgestuft zu werden.

Nur Großbritannien und Italien unter Druck

Ratingkennzahlen ausgewählter europäischen Länder der Covered Bonds im Iboxx EUR Covered

	DE	F	ES	NL	NO	S	GB	IT	AUT
Länderrating									
Fitch	AAA	AA	A-	AAA	AAA	AAA	AA	BBB	AA+
Moody's	Aaa	Aa2	Baa1	Aaa	Aaa	Aaa	Aa2	Baa3	Aa1
S&P	AAA	AA	A-	AAA	AAA	AAA	AA	BBB	AA+
Rating-Ausblick									
Fitch	stabil	stabil	stabil	stabil	stabil	stabil	negativ	negativ	positiv
Moody's	stabil	positiv	stabil	stabil	stabil	stabil	stabil	stabil	stabil
S&P	stabil	stabil	positiv	stabil	stabil	stabil	negativ	negativ	stabil
Bankensystem Ausblick									
Moody's Ausblick	stabil	stabil	positiv	stabil	stabil	stabil	stabil	negativ	stabil
S&P BICRA Economic Trend	stabil	stabil	positiv	positiv	stabil	stabil	stabil	stabil	stabil
S&P BICRA Industry trend	stabil	stabil	stabil	stabil	stabil	stabil	stabil	negativ	stabil

Quellen: Bloomberg, Moody's Investor Service, S&P Global, Helaba Volkswirtschaft/Research

Covered Bonds überwiegend mit hohem Puffer gegenüber Bankenrating

Insgesamt sind Covered Bonds widerstandsfähig gegenüber möglichen Ratingverschlechterungen von Banken und Ländern aufgestellt⁴. Im Durchschnitt liegt die Anzahl der Ratingstufen, um die die

¹ Derzeit tragen fast 80 % der Papiere die Höchstnote von ‚AAA‘ bei S&P, bei Moody's und Fitch liegen die Ratings in ähnlich hohem Bereich. Bei rund 90 % der von S&P und Fitch vergebenen Covered Bond-Ratings ist der Bonitätsausblick stabil, bei 8% bzw. 7% sogar positiv.

² Siehe unsere Publikation: „[Märkte und Trends 2019 – Weltwirtschaft im Fitnessstudio](#)“ vom 26.11.2018

³ Siehe Credit Special „[Europäische Bankanleihen 2019: Banken vor schwierigem Balance-Akt](#)“ vom 9.1.2019

⁴ Die Anlageklasse profitiert zum einen von den Gläubiger schützenden Rechtsrahmenwerken, der systemischer Bedeutung und von hochwertigen Sicherheiten. Zum anderen führt auch die Einführung der BRRD und die damit erhöhte Wahrscheinlichkeit der Bedienung von Covered Bonds bei Schieflage der Bank zu erhöhter Festigkeit/Robustheit der Bonitätsnoten. Letztere können gemäß den Standards der Ratingagenturen oft weit über denen der emittierenden Bank liegen.

relevanten Emittenten-Referenz-Ratings herabgestuft werden können, ohne zu einer Ratingverschlechterung bei Covered Bonds zu führen, bei S&P bei 2,6. Covered Bonds aus Frankreich weisen mit vier Ratingstufen den höchsten Puffer zum Emittenten-Referenz-Rating auf. Bei Moody's fallen hohe Durchschnittswerte von fünf bzw. vier Ratingstufen bei vielen europäischen Covered Bonds auf. Die Covered Bonds der zehn größten EUR-Emittenten – mit einem Bondbestand von fast 30 % des gesamten ausstehenden EUR-Benchmark-Volumen – demonstrieren mit Rating-Puffern von vier Ratingstufen Sicherheit (siehe Tabelle im Anhang).

Hohe Resistenz gegen Verschlechterungen der Länderratings

Die Ratings europäischer Covered Bonds sind in der Mehrheit nicht eins zu eins an die Länderratings gekoppelt. So können Papiere aus den Mitgliedsstaaten der Währungsunion teilweise je nach Art der Deckungswerte und Ratingmethodik bis zu sechs Ratingstufen über dem Länderrating liegen. Die Begrenzung der Bonitätsnoten durch Länderrisiken betrifft derzeit vor allem italienische, spanische und griechische Covered Bonds. Allerdings versehen die Agenturen lediglich Italien mit einem negativen Bonitätsausblick. Bei den Covered Bonds der zehn größten EUR-Emittenten wird allein das Rating der Covered Bonds der Banco Santander durch das Länderrating gedeckelt (siehe Tabelle im Anhang).

Italienische Covered Bonds mit größten Bonitätsunsicherheiten

In Italien griffen die Sorgen über die starke Verflechtung zwischen dem Bankensektor und dem Staat und die notleidenden Kredite der dortigen Kreditinstitute bereits 2018 auf den Covered Bond-Markt über. Zwar erzielten die EU-Kommission und die römische Regierung im Dezember eine Einigung im Budget-Streit. Die jüngsten staatlichen Garantien für künftige Anleihen der Banca Carige dürften den italienischen Haushalt jedoch zusätzlich belasten und verdeutlichen die Schwierigkeiten Italiens, seine hohe Staatsverschuldung in den Griff zu bekommen. Die Bürde des Länderratings lastet vor allem auf vielen qualitativ hochwertigen italienischen Covered Bonds, deren Deckungsmasse sich mit vielen kleinen Wohnimmobilienkrediten und deutlich unterdurchschnittlichen NPL-Quoten auszeichnen⁵

Brexit-Risiken für die meisten Covered Bonds vorerst beherrschbar

Wir halten einen geordneten Brexit mit einer Übergangsphase bis mindestens 2020 in unserem volkswirtschaftlichen Haupt-Szenario⁹ weiterhin für das wahrscheinlichste Szenario, auch wenn das Risiko eines ungeordneten Brexit merklich gestiegen ist. Innerhalb des Bankensektors wären davon naturgemäß die Institute aus Großbritannien am meisten betroffen¹⁰. Britische Covered Bonds profitieren aber von ihren teils sehr hohen Rating-Puffern gegenüber Bank- und Länderratings. Steigenden Kreditrisiken in den Deckungsmassen stehen zudem durchweg hohe Überdeckungsquoten gegenüber. Allerdings dürften die britischen Papiere für Bankanleger aufgrund deren Liquiditätsanforderungen weniger attraktiv werden, wenn sie in Folge des EU-Austritts in ihrer Liquiditätseinstufung von der hohen Klasse 1B in die niedrigere Klasse 2A rutschen.

Auch auf Covered Bonds außerhalb Großbritanniens hätte ein ungeordneter Brexit Auswirkungen: So könnte ein Austreten Großbritanniens aus dem EWR zu einem Verlust der Deckungsfähigkeit britischer Immobilienkredite in deutschen Deckungsmassen führen. Allerdings beträfe dies nur für den Anteil, der 10 % der Deckungsmasse (§13 Pfandbriefgesetz) übersteigt. Zudem würde die Beschränkung nur so lange gelten, bis der deutsche Gesetzgeber eine Lösung gefunden hat. So könnten in Großbritannien vergebene Hypothekenkredite per Gesetz (wie derzeit z.B. schon solche aus den USA oder Kanada) als deckungsfähig erklärt werden. Daneben besteht beim Derivate-Clearing nach unserem Verständnis das Risiko, dass zentrale Gegenparteien (CCPs) mit Sitz in Großbritannien kurzfristig durch CCPs mit Sitz in einem EU-Staat ersetzt werden müssen. Die-

⁵ Siehe Covered Bond Special: „[NPLs in Deckungsmassen](#)“ vom 28.11.2018

sem Fall ist die EU-Kommission jedoch bereits mit einem Notfallplan für eine 12-monatige Übergangsfrist zuvorgekommen⁶.

Harmonisierung der Gesetzgebung – Qualitätssicherung und neue Märkte im Fokus

Die noch vor der Europawahl geplante Verabschiedung des Harmonisierungspakets dürfte sich kurzfristig nicht auf die Bonität der Covered Bonds auswirken. Gleichwohl werden viele Länder ihre Covered Bond-Gesetze anpassen müssen. Daraus könnten sich mittelfristig auch Bonitätsverbesserungen ergeben. Die EU-Kommission, das europäische Parlament und der Europäische Rat hatten 2018 ihre Vorschläge für ein harmonisiertes, europäisches Rechtsrahmenwerk für Covered Bonds veröffentlicht. Die nun geplante Schaffung von hohen Mindeststandards und die Ausweitung des CRR-Regelwerks sollen das Produkt noch krisenfester machen und seinen rechtlichen Sonderstatus sichern. Ziel ist es zudem, Anlegern durch eine bessere Vergleichbarkeit der bislang stark national geprägten Papiere Investitionen in weniger traditionelle oder neue Märkte der Mitgliedstaaten zu erleichtern. Bislang übernehmen den komplizierten Vergleich der Rechtsrahmenwerke vor allem Ratingagenturen⁷. Für Anleger werden sich durch die Initiative unserer Auffassung nach vor allem rechtliche Unsicherheiten reduzieren. Sollte der Vorschlag des Parlaments umgesetzt werden, kennzeichnet zukünftig das sogenannte Label „European Covered Bond Premium“ solche Papiere, die die Vorgaben der europäischen Kapitalverordnung für Banken (Capital Requirement Regulation, CRR) erfüllen.

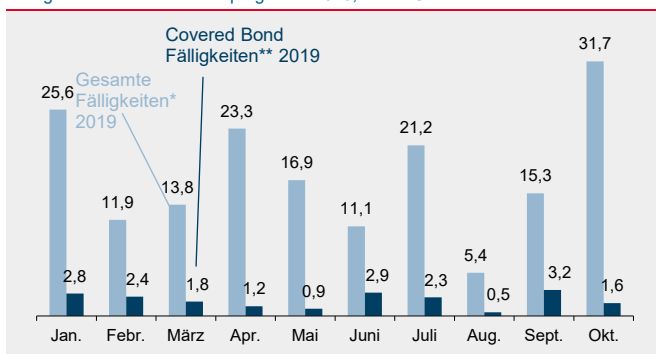
Grund 2: Hohes Emissionsvolumen, neue Emittenten und grüne Papiere

Notenbanken weiterhin mit tragender Rolle am Primär- und Sekundärmarkt

Mit Ablauf des Jahres 2018 endet das Ankaufsprogramm der EZB. Fälligkeiten aus dem gewaltigen Zentralbank-Bestand werden jedoch bis auf weiteres wieder angelegt. Ende Dezember lagen immerhin über 262 Mrd. EUR im Portfolio der Währungshüter. Davon laufen 2019 Papiere im Wert von rund 21 Mrd. EUR aus. Dies entspricht immerhin ca. der Hälfte dessen, was 2018 in Käufe oder Wiederanlagen floss. Damit spielen die Notenbanken weiterhin eine große Rolle für die Primär- und Sekundärmärkte.

EZB-Wiederanlagen halten Covered-Märkte auf Trab

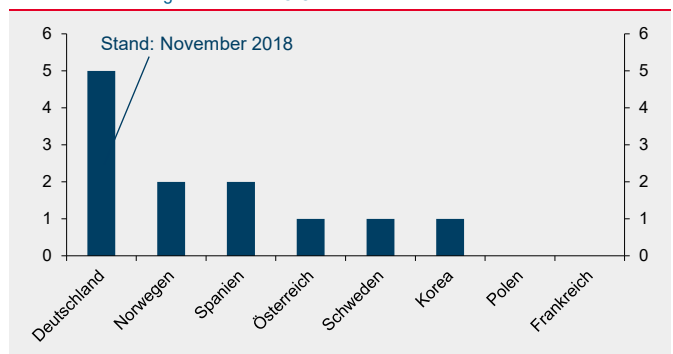
Fälligkeiten aus EZB-Ankaufprogramm 2019, Mrd. EUR



Quellen: EZB, Helaba Volkswirtschaft/Research

Pfandbrief-Emittenten entdecken Nachhaltigkeit

Anzahl Emittenten grüner oder ESG Covered Bonds* nach Ländern



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Stattliches Emissionsvolumen erwartet

Insgesamt erwarten wir für europäische Covered Bonds 2019 bei EUR Benchmark-Papieren ein hohes Emissionsvolumen von rund 120 Mrd. Euro. Zwar stellt dies einen Rückgang gegenüber dem vom EZB-Ankaufsprogramm beflügelten starken Vorjahreswert von 135 Mrd. EUR dar.

⁶ Siehe Credit Special „[Europäische Bankanleihen 2019: Banken vor schwierigem Balance-Akt](#)“ vom 9.1.2019

⁷ Siehe Covered Bond Special: „[Rechtsrahmen-Monitor](#)“ vom 20.07.2018

Gleichwohl geht das von uns prognostizierte Angebot über die anstehenden Fälligkeiten von etwa 103 Mrd. EUR hinaus. Einige Emittenten werden u.E. ihre Fälligkeiten durch unbesicherte Verbindlichkeiten oder gar nicht ersetzen. Viele Geldhäuser dürften jedoch weiterhin auf diese günstige Refinanzierungsart setzen, insbesondere wenn Finanzierungsalternativen über den Kapitalmarkt teurer werden. So dürfte es für einige Institute interessant sein, die Rückzahlung des langfristigen Refinanzierungsinstruments der EZB (TLTRO II) aus Covered Bond-Emissionen zu bestreiten. Allerdings ist nicht auszuschließen, dass die Zentralbank ein weiteres längerfristiges Finanzierungsprogramm auflegt. Zudem werden wahrscheinlich neue Emittenten, etwa aus Polen, Südamerika oder Asien, das Angebot bereichern.

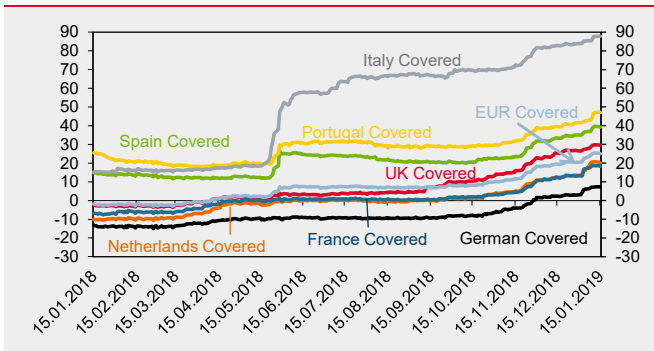
Zahlreiche ESG-Covered Bonds in der Pipeline

Unter den Neuemissionen werden sich wohl zunehmend Emissionen finden, deren Erlöse in grüne oder soziale Projekte fließen. Bis Ende November 2018 tummelten sich immerhin 12 Emittenten mit 17 Benchmark-Emissionen in dem neuen Marktsegment. Das auf EU-Ebene formulierte Ziel, das Finanzwesen stärker an Nachhaltigkeitsaspekten auszurichten, motivierte auch fünf Pfandbrief-Emittenten, die sich dem Grünen oder ESG (Environment Social Governance) Pfandbrief verschrieben haben, entsprechende Papiere aufzulegen. Luxemburg etablierte am 1. Juli 2018 sogar den ersten Gesetzesrahmen für grüne Covered Bonds zur Finanzierung Erneuerbarer Energien. Im Verlauf des Jahres erwarten wir von der EU im Rahmen eines delegierten Rechtsaktes Details zur Klassifizierung von nachhaltigen Vermögenswerten (Taxonomie). Die Schaffung von Standards sowie die Formulierung eines regulatorischen Regelwerks dürften von großer Bedeutung für das weitere Wachstum dieses Segments sein.

Grund 3: Spreadentwicklungen schafft Opportunitäten

Trotz der von uns erwarteten stabilen Bonitäten gehen wir von einem leichten Spreadanstieg aus. So wird sich der schrittweise Abschied der EZB auch an steigenden Renditen ablesen lassen. Viele Investoren werden sich aber über die größere Auswahl freuen, haben sie nach dem Rückzug der EZB doch endlich wieder Gelegenheit, am Markt aktiv zu werden. So erfreuen sich Covered Bonds bei Banken zur Erfüllung der regulatorischen Kapital- und Liquiditätsanforderungen weiterhin großer Beliebtheit, weil sie sich in den vergangenen Jahren als überaus krisenfest erwiesen haben. Daher dürfte sich der Spreadanstieg, vor allem bei soliden Emittenten mit wirtschaftlich guten Rahmenbedingungen und hohen Bonitäten, in Grenzen halten. Immerhin sind die Risikoprämien in den Kernländern in den vergangenen Wochen bereits um 5 bis 10 Basispunkte herausgelaufen und liegen damit schon wieder merklich über den Niveaus von Mitte 2014.

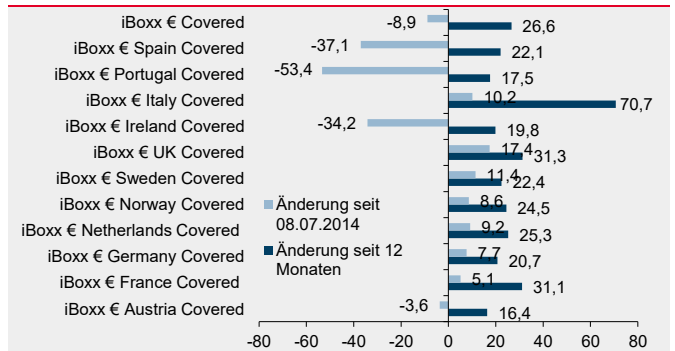
Pfandbrief-Spreads gehen Auf und Abs weniger mit in BP.



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Spreads der Kernmärkte schon über Juli 14-Niveau

In Bp., Stand 09.01.2019



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Nach dem Rückzug der EZB dürften sich die Chance-Risiko-Profile der einzelnen Covered Bond-Märkte wieder besser in den Preisen niederschlagen. Angesichts der üppigen Zentralbank-

Liquidität waren Qualitätsunterschiede zwischen einzelnen Covered Bond-Märkten in den vergangenen vier Jahren in den Hintergrund getreten. Gleichwohl rechnen wir nicht mit einer genauen Wiederherstellung des Preisgefüges vom Sommer 2014. Immerhin haben sich Kredit- und Länderisiken einzelner Programme oder ganzer Segmente in den letzten 4 Jahren teilweise deutlich verändert. Hinzu kommen einzelne nationale Gesetzesänderungen, die Umsetzung der BRRD und neue regulatorische Vorgaben. Diese Entwicklungen werden sich mittelfristig auch in der Relative Value-Betrachtung niederschlagen. So dürften die fundamentalen Verbesserungen in Spanien die relative Attraktivität der Cédulas nachhaltig erhöht haben, während italienische Covered Bonds wohl längerfristig unter dem Berg ungelöster Strukturprobleme leiden werden. Dieser Neubewertungsprozess dürfte sich u. E. über einige Monate hinziehen und in Einzelfällen für erhöhte Volatilität sorgen. Insbesondere in den Peripherie-Ländern sowie Großbritannien rechnen wir mit ausgeprägteren Auf und Abs.

250. Geburtstag des Pfandbriefs

Der Pfandbrief hat sich in den letzten Jahren wiederholt als krisenresistenter Dauerbrenner erwiesen. Es gibt gute Gründe dafür, dass dies auch künftig so bleiben wird: So nimmt das deutsche Pfandbriefgesetz weltweit nach wie vor eine Vorbildfunktion ein. Nicht von ungefähr orientiert sich der europäische Richtlinienentwurf zur Harmonisierung struktureller Merkmale von Covered Bonds an diesem erstklassigen Produkt. Zudem zeichnet sich der Pfandbrief durch die Größe des Marktes, seine hohe systemische Bedeutung und seine makellose Kredithistorie aus. Mit Stolz darf er dieses Jahr seinen 250. Geburtstag feiern. 1769 hob Friedrich der Große, die Schlesische Landschaft aus der Taufe – und legte damit die wirtschaftliche und rechtliche Basis für den Pfandbrief. In den folgenden Jahren wurde das weitblickende Konzept in vielen europäischen Ländern kopiert. Auch künftig wird sich der Pfandbrief als zuverlässiges Refinanzierungsinstrument und krisenfeste Anlageklasse erweisen. Happy birthday, lieber Pfandbrief, herzlichen Glückwunsch und bleib „younger than ever“⁸!

⁸ Zitat aus dem alljährlichen TV-Dauerbrenner „Dinner for one“ oder der 90.Geburtstag

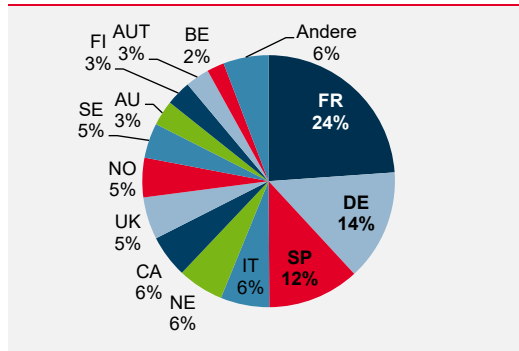
Anhang: Überblick Euro-Covered Bond-Markt

Euro-Markt: Frankreich, Deutschland und Spanien dominieren, Italien und UK belegen 12 %

Der Covered Bond Markt für EUR Benchmark-Papiere ist in den letzten Jahren weiter stark von Emittenten aus jüngeren Märkten genutzt worden. So nutzen per Dezember 2018 gemäß des Benchmark-Index „Iboxx EUR Covered“ Emittenten aus 21 Ländern die beliebte Refinanzierungsart im EUR-Benchmarkformat. Dominiert wird der EUR-Markt von Covered Bonds aus Frankreich, Deutschland und Spanien⁹, deren Papiere immerhin noch 50 % des ausstehenden Volumens ausmachen, auch wenn der Bestand spanischer Papiere dabei deutlich abgenommen hat. Covered Bonds aus Norwegen, Niederlande, Kanada und Schwedens haben hingegen in den letzten Jahren enorm an Anteil im EUR-Markt gewonnen. Sie stemmen zusammen genommen bereits 22 % des EUR-Benchmark-Volumens, während Italiens und Großbritanniens Papiere auf immer noch nennenswerte 12 % kommen.

Iboxx € Covered: Top 3 Länder mit 50 %-...

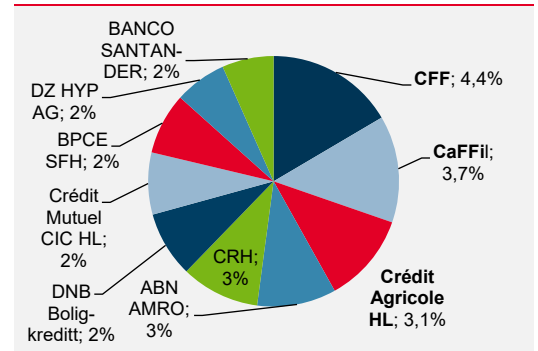
Zusammensetzung des Iboxx EUR Covered nach Ländern (12/18)



Quellen: markit, Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

...und TOP 10 Banken mit 27 %-Anteil

Top 10 Emittenten-Anteile im Iboxx EUR Covered (12/18)



Quellen: markit, Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

EUR-Emittenten: Frankreich mit den größten Emittenten

Im Einzelnen betrachtet zählen insbesondere französische Kreditinstitute zu den größten EUR-Emittenten, aber auch die niederländische ABN AMRO, die norwegische DNB Boligkredit, die DZ HYP und Banco Santander fallen unter die TOP 10-Emittenten von EUR-Benchmark Papieren.

Großvolumige Covered Bonds mit erstklassigen Ratings und hohen Rating-Puffern

Wesentliche Kennzahlen der TOP-Mortgage Covered Bonds des Iboxx EUR Covered

Emittent	Land	Covered Bond-Volumen (Mio.)	Covered Bond-Rating*	Ausblick	Rating-Puffer*	CB-Rating gedeckelt durch Landerrating	Überdeckungsquote in %	Bank-Rating#	Ausblick
DZ HYP	DE	EUR 28.390	-/-AAA	-/St	-/5	-/Nein	15,4	AA-/AA-	St-/St/-
BPCE SFH	F	EUR 22.163	-/Aaa/AAA	-/St	-/4/4	-/Nein/Nein	32,4	A+/A1/A+	St/Sta/Sta/Sta
Crédit Agricole Home Loan SFH	F	EUR 28.145	AAA/Aaa/AAA	St/-/St	nb/4/4	Nein/Nein/Nein	48,2	A+/A1/A+	St/Pos/Sta/Sta
Crédit Mutuel - CIC Home Loan SFH	F	EUR 23.287	AAA/Aaa/AAA	St/-/St	nb/5/4	Nein/Nein/Nein	58,8	A+/Aa3/A (Banque Federative du Credit Mutuel)	St/Sta/Sta/Sta
Compagnie de Financement Foncier	F	EUR 62.532	-/Aaa/AAA	-/St	-/4/3	-/Nein/Nein	19,8	A+/A1/A+ (BPCE)	St/Sta/Sta/Sta
CRH	F	EUR 27.015	AAA/Aaa/-	St/-/	-/-/	Nein/Nein/-	46,0	Zwei große Eigentümer: Credit Mutuel, Credit Agricole	-
Caisse Française de Financement Local	F	EUR 50.038	AA-/Aaa/AA+	St/-/St	nb/4/0	Ja/Nein/Nein	12,8	AA-/Aa3/AA (SFL)	St/Pos/Sta/-
ABN AMRO Bank N.V.	NL	EUR 30.640	AAA/Aaa/-	St/-/	nb/4/-	Nein/Nein/-	18,2	A+/A1/A	St/Sta/Pos/-
DNB Boligkredit AS	NL	NOK 417.784	AAA/Aaa/AAA	St/-/St	nb/4/1	Nein/Nein/Nein	50,0	-/Aa2/A+	-/Neg/Pos/-
Banco Santander	ES	EUR 20.320	AA/Aa1/-	St/-/	nb/2/-	Nein/Ja/-	155,0	A/A2/A	St/Sta/Sta/Sta

*Fitch/Moody's/S&P; °zum Emittenten-Referenz-Rating (s. Glossar); #Ratings der unterstützenden Bank; ¹Fitch plant die Covered Bond-Ratings zurückzuziehen; Quellen: Emittenten-Transparenzberichte, Fitch Ratings, Moody's Investor Service, S&P Global, Helaba Volkswirtschaft/Research

⁹ Die größten Märkte für Covered Bonds sind Deutschland, Dänemark, Frankreich, Spanien und Schweden.

Glossar

1.1 Begriffe

Asset Swap Spread (ASW)	Risikoaufschlag, der den Investor für die Übernahme des Kreditrisikos einer Unternehmensanleihe kompensiert. Er errechnet sich aus einem modellhaften Asset Swap-Geschäft, bei dem die fixen Kuponzahlungen einer Anleihe in variable Zinszahlungen getauscht werden.
BRRD	Bank Recovery and Resolution Directive. Die EU-Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von harmonisiert die Instrumente für die Sanierung oder Abwicklung von Kreditinstituten in der EU. Die BRRD schreibt vor, dass bei Scheitern einer Bank in der Regel zunächst deren Eigentümer und Gläubiger die Risiken und Verluste tragen müssen („Bail-in“), und erst danach ein von der gesamten Bankenindustrie finanzierter Abwicklungsfonds (Single Bank Resolution Fund, SBRF). Im Extremfall können staatliche Institutionen weiterhin an der Sanierung oder Abwicklung eines Instituts finanziell beteiligt werden („Bail-out“). (Quelle: Deutsche Bundesbank)
Basispunkt (Bp.)	Zinssatz-Einheit; 100 Basispunkte = 1 Prozentpunkt.
Benchmark	Vergleichsmaßstab, im Kapitalmarktbereich meist in Form von repräsentativen Indizes.
CRD IV/CRR	Capital Requirements Directive IV und Capital Requirements Regulation bezeichnen die EU-Richtlinie und EU-Verordnung, die auf europäischer Ebene die bankaufsichtlichen Regelungen umsetzen, die im Wesentlichen auf dem Basel III-Regelwerk beruhen. (Quelle: Deutsche Bundesbank)
Emittenten-Referenz-Rating	Ein von den Agenturen je Covered Bond Emittent bestimmtes Rating bzw. Ratingniveau an das das Covered Bond Rating verknüpft ist. Dieses Ratingniveau entspricht mindestens dem Emittenten-Rating, zumeist liegt es ein bis zwei Ratingstufen darüber und reflektiert dadurch die durch die Umsetzung der BRRD verbesserte Ausgangsbonität von Covered Bonds wider. Bei Moody's entspricht das Emittenten-Referenz-Rating dem Covered Bond Anker (Covered Bond Anchor), wobei dieser an das Counterparty Risk Assessment (CRA) des Emittenten geknüpft ist und für europäische Emittenten (die den Umsetzungen der BRRD unterliegen) i.d.R. eine Ratingstufe über dem CRA liegt. Bei Fitch entspricht das Emittenten-Referenz-Rating dem Emittenten-Rating zusätzlich Anhebung (IDR Uplift) und bei S&P entspricht das Emittenten-Referenz-Rating dem Referenzrating-Level (Reference Rating Level, RRL). Puffer zum
Emittenten-Referenz-Rating	Anzahl der Ratingstufen, die gemäß den Standards der Ratingagenturen sich das Emittenten-Referenz-Rating verschlechtern kann, ohne dass das Covered Bond Rating automatisch herabgestuft werden würde. In der Regel bewegt sich das Emittenten-Referenz-Rating bei Bewegungen des Emittent-Ratings im gleichen Ausmaß, so dass der Puffer häufig ebenso ausdrückt, um wieviel Ratingstufen das Emittenten-Referenz-Rating herabgestuft werden kann bevor sich das Covered Bond Rating verschlechtert.

EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
LCR	Liquidity Coverage Ratio, Mindestliquiditätsquote oder Liquiditätsdeckungsquote
Rating	Einstufung der Kreditwürdigkeit eines Unternehmens durch die Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch
Überdeckung	Überdeckung ist der Anteil der sichernden Deckungsmasse, der die Höhe der Covered Bonds übersteigt. Sie soll die Gläubiger gegen sämtliche Kredit- und Marktrisiken absichern, die die Zahlungsströme der Deckungsmasse verringern können. Die Überdeckung wird in der Regel auf Basis der Nominalwerte der Deckungsmasse und der Covered Bonds widergegeben, kann aber auch barwertig gemessen werden.

Weitere relevante Publikationen:

Credit Special: Europäische Bankanleihen 2019: Banken vor schwierigem Balance-Akt

Januar 2019

Covered Bond Special: NPLs in Deckungsmassen

November 2018

Märkte und Trends 2019

November 2018

Covered Bond Special: Neuere Rückzahlungsstrukturen: Warten auf Pfandbrief & Co.

August 2018

Credit Special: Bankanleihen in Deutschland: Neue Preferred Senior Anleihen vor dem Start

Juni 2018

Credit Special: Notleidende Kredite in Europa: Neue Vorschriften kein großer Wurf

März 2018

Credit Special: Ungedeckte Bankanleihen in Deutschland: BMF-Referentenentwurf zur Insolvenzrangfolge

Februar 2018

Credit Special: Erfolgsstory Corporate Schuldscheindarlehen – Solide Adressen bleiben die Regel

Januar 2018

Credit Special: Europäische Bankanleihen: EZB regelt Notenbankfähigkeit neu

Dezember 2017

Credit Special: Europäische Banken: Bewegung bei Harmonisierung von NPS-Anleihen

November 2017

Credit Special: Private Banken in Deutschland – Reform der freiwilligen Einlagensicherung

September 2017

Covered Bond Special: Harmonisierung der Covered Bond-Märkte: Qualitätssicherung und Neue Märkte im Fokus

September 2017

Alle Publikationen sind auf unserer Homepage [hier](#) verfügbar. Informationen zum gesamten frei verfügbaren Research der Helaba finden Sie auf www.helaba.com/de/research

Newsletter können Sie unter <https://news.helaba.de/research> abonnieren. ■