



## Credit-Komponente gewinnt wieder an Bedeutung

**AUTOR**

Sabrina Miehs  
Senior Covered Bond 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

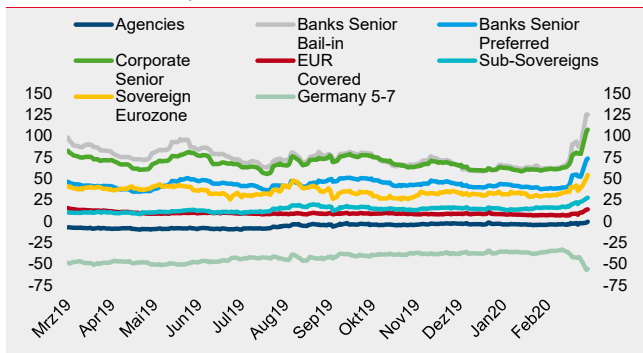
Neue Mainzer Str. 52-58  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon: 0 69/91 32-20 24  
Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Die Risikoaufschläge im Covered Bonds Markt sind im Zuge der Coronavirus-Epidemie merklich gestiegen. Allerdings sind die Höchstwerte des letzten Jahres noch nicht erreicht. Auffallend ist, dass der Spread-Anstieg mit Blick auf Länder- und Kreditrisiken bislang recht undifferenziert ausgefallen ist. Daraus ergeben sich u. E. Chance für Papiere aus Deutschland, Schweden und Norwegen.
- Wir schätzen die fundamentalen Risiken aus der Corona-Krise derzeit für die Mehrheit der Covered Bonds als marginal ein. Das Einengungspotenzial der Risikoaufschläge halten wir in diesem Jahr insbesondere aufgrund der niedrigen Swapsätze dennoch für begrenzt.
- Von unserer Prognose eines Euro-Benchmark-Emissionsvolumen von rund 140 Mrd. Euro rücken wir ab und senken diese auf 120 Mrd. Euro. Zwar rechnen wir weiterhin mit einem starken Primärmarkt im April und im zweiten Halbjahr. Dennoch dürften Banken bei verbesserten Konditionen vermehrt auf Langfristrefinanzierungsoperationen zurückgreifen.

Die Finanzmärkte reagieren mit extremen Bewegungen auf die weitere Ausbreitung des Coronavirus in Europa: Die Renditen der 10-jährigen Bundesanleihen sanken auf ein historisches Tief und der DAX verlor zum Handelsbeginn am Montag rund 8,4 %.<sup>1</sup> Anleger zeigen sich risikoavers und in Verkaufslaune.

### Covered Bonds-Spreads mit relativ mäßigen, ...

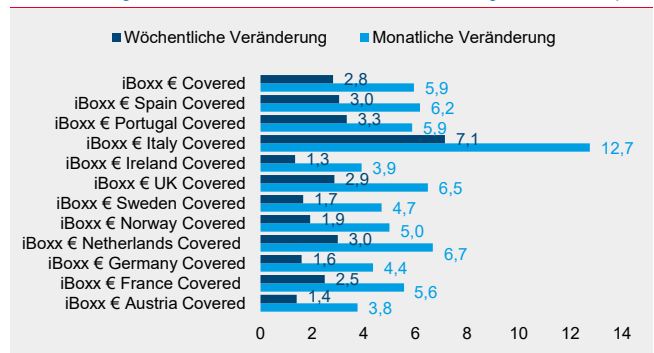
Iboxx Indizes, ASW in bp.



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

### ...für den Sektor jedoch merklichen Ausschlägen

Risikoaufschläge der Iboxx EUR Covered Bond Indizes im Vergleich, ASW in bp.



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

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.

### Emissionsvolumen nach starkem Jahresauftakt unter Druck

Selbst am Primärmarkt für Covered Bonds wehte zuletzt nur ein laues Lüftchen, obwohl das Segment allgemein als sicherer Anlagehafen gilt. Noch kann sich der Jahresauftakt mit einem EUR-Benchmark-Volumen von rund 40 Mrd. EUR sehen lassen, auch wenn in den letzten zwei Wochen verhältnismäßig wenig Emittenten am Markt auftraten. Zeigten sich in der ersten Märzwoche noch drei Emittenten, darunter mit der Luminor Bank sogar der erste estnische Emittent, sprach in dieser Woche nur die kanadische Bank of Nova Scotia Investoren mit neuen Papieren an. Bei einem Swapsatz von rund -0,4 % und einem Emissionsspread von 20 Basispunkten ließen sich ausreichend Anleger für das fünfjährige Papier finden. Dafür musste die Bank jedoch eine relativ hohe Emissionsprämie von etwa 10 Basispunkten in Kauf nehmen.

<sup>1</sup> Siehe [Wochenausblick Update](#) vom 9. März 2020

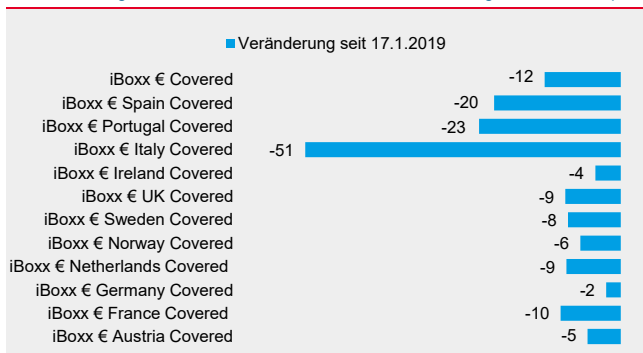
## Risikoaufschläge noch unter Höchstständen des letzten Jahres

Zwar zeigen die Spreads aller Covered Bond-Indizes im Vergleich mit anderen Assetklassen nur relativ gemäßigte Ausschläge. Für den Sektor selbst ist der Anstieg um mehrere Basispunkte jedoch signifikant. Dennoch liegen die Spreads der meisten Indizes noch unter den Höchstwerten des letzten Jahres. Im Januar 2019 waren die Risikoaufschläge nach der zwischenzeitlichen Beendigung der Neuankäufe unter dem Ankaufsprogramm der EZB kurzzeitig deutlich angestiegen, hatten sich jedoch in den darauffolgenden Wochen wieder auf ein niedriges Niveau eingependelt.

Der aktuelle Ausschlag scheint ähnliche Dimensionen zu erreichen. Er fällt allerdings weniger differenziert nach einzelnen Covered Bond-Risiken aus, sondern orientiert sich einseitig stark an der regionalen Verbreitung des Coronavirus.

### Pfandbrief-Spreads nahe am Hoch vom Januar 19

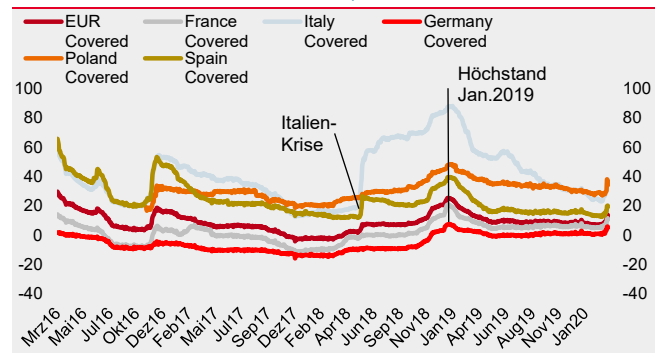
Risikoaufschläge der Iboxx EUR Covered Bond Indizes im Vergleich, ASW in bp.



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Spreadvolatilität noch im üblichen Rahmen

Iboxx EUR Covered Bond Indizes, ASW in bp.



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Spreadkorrektur überrascht nicht; Kreditkomponente schlägt durch

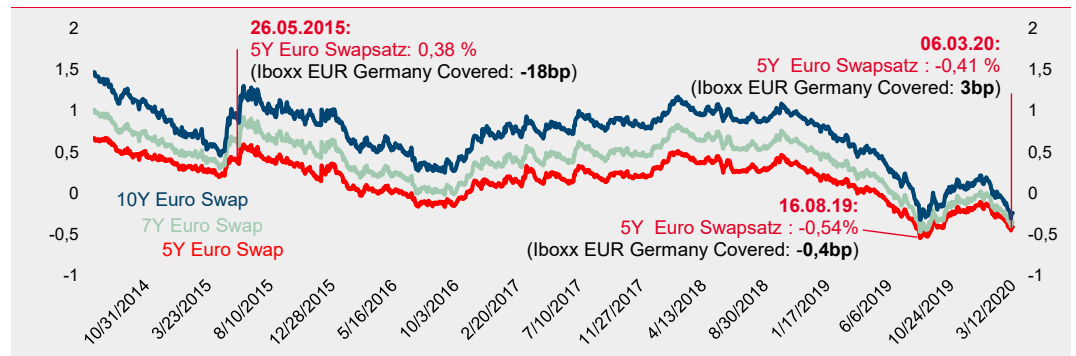
An den Covered Bond Märkten herrscht abwartende Stimmung. Die merklichen Ausweitungen der Risikoaufschläge dürften eine Korrektur der unter dem EZB-Ankaufprogramm doch stark zusammengelaufenen Spreadabstände zwischen den einzelnen Covered Bond Märkten sein. Die Spreads europäischer Covered Bonds sind seit Jahren vor allem im Zuge der EZB-Maßnahmen u.E. kaum mehr geeignet, unterschiedliche Länder- oder Kreditrisiken aufzuzeigen. Zuletzt glich die Assetklasse vielmehr einem Ratesprodukt, bei dem geldpolitische Entwicklungen den größten Einflussfaktor ausmachten. Fundamentale Faktoren schienen in den Hintergrund gerückt zu sein.

## Corona-Effekt für die meisten Covered Bonds beherrschbar

Auf die Qualität der Deckungsmassen könnte sich Coronavirus-Epidemie zeitverzögert u.a. über erhöhte Arbeitslosenquoten, steigende Kreditrückstände und -ausfälle durchschlagen. Wir gehen jedoch davon aus, dass nur mit marginalen Verschlechterungen der Kreditkennzahlen zu rechnen ist. Zudem stehen diesen Risiken häufig Überdeckungsquoten gegenüber. Die durch die Pandemie verschärften Rezessionsgefahren könnten sich auch in einer Verschlechterung der Emittenten- und Länderbonitäten niederschlagen. Allerdings sind Covered Bonds überwiegend mit hohen Rating-Puffern gegenüber Bank- und Länderratings ausgestattet. Gleichzeitig dürften nicht alle Emittenten und Länder im gleichen Ausmaß von möglichen Bonitätseinbußen betroffen sein. Wir sehen die Risiken vor allem bei Covered Bonds vereinzelter italienischer, spanischer, griechischer und portugiesischer Emittenten mit niedrigeren Bonitäten und ohne Ratingpuffer. Bei Papieren aus Deutschland, Schweden und Norwegen halten wir die jüngsten Spread-Bewegungen jedoch für überzogen. Hier liegen die Risikoaufschläge mittlerweile sogar deutlich über den Werten im Sommer 2014, also vor dem Start des EZB-Ankaufsprogramms.

## Bei nur leicht steigenden Swapsätzen wenig Einengungspotenzial für Covereds

EUR Swap Curve, %



Quellen: Bloomberg, Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Schmerzgrenze erreicht

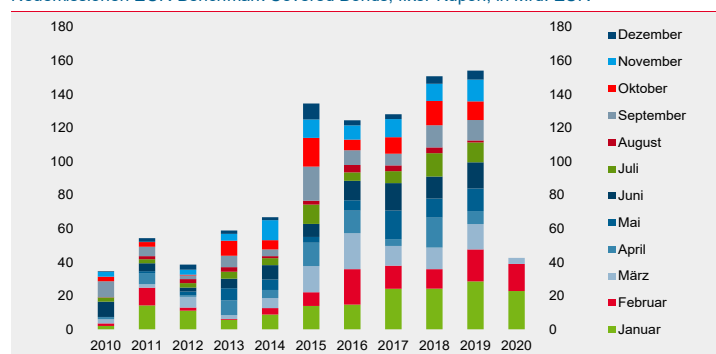
Neben der Kreditkomponente dürfte die Spread-Korrektur auf das Absinken der Swapsätze zurückzuführen sein. Wir gehen davon aus, dass die Covered Bond-Renditen in diesem Umfeld für Anleger die Schmerzgrenze erreicht haben. Zwar locken Bankeninvestoren bei der Covered Bond-Anlage Privilegien bei der Eigenkapitalunterlegung und bei der Erfüllung der regulatorischen Liquiditätsanforderungen. Gleichwohl dürfte die Leidensfähigkeit von Banken mit Blick auf Covered Bonds mit negativer Rendite weiter abnehmen, je länger die niedrigen Zinsen anhalten oder gar noch sinken.

### Covered Bond-Spreadprognosen revidiert

Wir gehen daher nicht davon aus, dass die Ausweitung der Ankäufe durch die EZB die Covered Bond-Renditen viel weiter in den negativen Bereich sinken lassen wird. Folglich halten wir das Einengungspotenzial für die IBoxx EUR Covered-Indizes der Kernmärkte auf das Ausmaß des Spreadanstiegs der letzten Wochen begrenzt. Kreditrisiken dürften trotz des großen Investors wieder mehr im Fokus stehen. Unsere Prognose für das Euro-Benchmark-Emissionsvolumen in diesem Jahr senken wir von rund 140 Mrd. Euro auf rund 120 Mrd. Euro. Zwar können Emittenten aufgrund der im zweiten Halbjahr anstehenden hohen Fälligkeiten im EZB-Portfolio und dem erweiterten Ankaufovolumen mit großer Nachfrage rechnen. Dennoch dürften einzelne Banken bei verbesserten Konditionen vermehrt auf Langfristfinanzierungsoperationen zurückgreifen.

### Jahresauftakt auf ähnlich gutem Niveau wie 2015

Neuemissionen EUR-Benchmark Covered Bonds, fixer Kupon, in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Weitere Helaba-Publikationen:

**Credit Special: Europäische Bankanleihen 2020: Riskanteres Kreditwachstum bei Mager-Margen**

Januar 2020

**Covered Bond Special: Mindeststandards wichtiger Erfolgsfaktor für Grünen Pfandbrief**

Oktober 2019

**Credit Special: Europäische Banken: Finale Basel III-Regeln sorgen für Aufregung**

August 2019

**Covered Bond Special: Helaba-Rechtsrahmen-Monitor: Modell auf Slowakei und Korea ausgeweitet**

Juli 2019

**Credit Special: Europäische Banken: Nachhaltigkeit rückt in den Fokus**

Juli 2019

**Covered Bond Special: Neue BaFin-Sicht zur Covered Bond-Anlage für Bauspar-kassen: Jubel mit Einschränkungen**

März 2019

**Covered Bond Special: 3 (+1) Gründe für ein gutes Covered Bonds-Jahr**

Januar 2019

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

Januar 2019

**Credit Special: Corporate Schuldscheinmarkt 2018 – Gute Bonitäten weiterhin dominierend**

Januar 2019

**Credit Special: Non-preferred Senior Bankanleihen – Einführung in der EU und EZB-Fähigkeit**

November 2018

**Covered Bond Special: NPLs in Deckungsmassen: Investoren profitieren von Spezialregelungen**

November 2018

**Covered Bond Special: Neuere Rückzahlungsstrukturen: Warten auf Pfandbrief und Co.**

August 2018

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

[www.helaba.com/de/research](http://www.helaba.com/de/research)

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