

## COVERED BONDS SPECIAL

5. Mai 2020

## Rückkehr zum Primärmarkt-Regelbetrieb ungewiss

- In den letzten zwei Monaten platzierten Covered Bond-Emittenten zwar Benchmarkanleihen im Volumen von rund 18 Mrd. EUR am Kapitalmarkt, von einem Regelbetrieb ist das üblicherweise deutlich aktivere Marktsegment jedoch u.E. noch weit entfernt. So wurden nach unseren Berechnungen im gleichen Zeitraum Papiere im Umfang von rund 100 Mrd. EUR einbehalten und von den Emittenten wahrscheinlich für die günstigen kurzfristigen „Brücken“-Langfristrefinanzierungsoperationen (LTROs) der EZB genutzt. Diese stellt die EZB seit 16. März wöchentlich bis zum 24. Juni zum Einlagensatz von -0,5 % gegen zulässige Sicherheiten, wie Covered Bonds, zur Verfügung.
- Am 30. April kündigte die EZB weitere Vergünstigungen zur Unterstützung des Bankensektors an. Damit dürften sich die Erwartung der Marktteilnehmer für weitere Covered Bond-Neuemissionen am Primärmarkt 2020 deutlich reduziert haben. Denn die Notenbanker verbesserten erneut die Konditionen für die gezielten Langfristrefinanzierungsoperationen (TLTRO III), so dass die Tranchen mit dreijähriger Laufzeit bereits zum 24. Juni eine sehr günstige Refinanzierungsalternative für Banken darstellen dürften.
- Zudem legte die EZB neue Pandemie-Langfristrefinanzierungsoperationen (PELTROs) auf, die den Kreditinstituten von Mai bis September 2021 zur Liquiditätsunterstützung zur Verfügung stehen.
- Wegen der verbesserten Konditionen der TLTRO III-Ziehungen ist die Wahrscheinlichkeit, dass viele Covered Bond-Emittenten auf dieses Refinanzierungsinstrument zurückgreifen, unseres Erachtens massiv gestiegen. Ob der Covered Bond-Primärmarkt dieses Jahr zu einem Regelbetrieb zurückkehrt, ist derzeit noch ungewiss. Zwar geben die hohen Fälligkeiten in der zweiten Jahreshälfte und die Trendwende bei den Risikoprämien Hoffnung. Sollten sich die Refinanzierungskosten am Kapitalmarkt bis Juni jedoch nicht deutlich reduzieren, dürfte die günstige Refinanzierungsalternative über die EZB bei vielen Emittenten den Vorzug erhalten. In diesem Fall wird das Primärmarktvolumen dieses Jahr wohl kaum nennenswert über das bereits emittierte Volumen von rund 55 Mrd. EUR steigen.

## Überblick zu den Langfristrefinanzierungsoperationen

| LTROs                         |  | PELTROs  |        | TLTRO III    |                 | Zielgerichtete Liquiditätsunterstützung, da Kreditvolumen und Zinssatz abhängig von der Kreditvergabe an Unternehmen und Haushalte |                                      |                 |
|-------------------------------|--|--|--------|--------------|-----------------|--|--------------------------------------|-----------------|
| Ziel                          | "Brücken-" Liquiditätsunterstützung bis zum TLTRO-III Geschäft im Juni | Liquiditätsunterstützung nach "Brücken-" LTROs |        | 12.09.2019   | 12.03.2020      | 30.04.2020   |                                      |                 |
| Entscheidungsdatum            | 12.03.2020   | 30.04.2020                                     |        |              |                 |  |                                      |                 |
| Häufigkeit                    | wöchentlich von März 20 - Juni 20                                      | gestaffelt von Mai 20 - Sept 21                |        |              |                 |  |                                      |                 |
| Durchführung                  | Mengentender mit Vollzuteilung   | Mengentender mit Vollzuteilung                 |        |              |                 |  |                                      |                 |
| Anzahl der Refi-Geschäfte     | 13   | 7  |        | 7            |                 |  |                                      |                 |
| Zinssatz*                     | -0,5   | -0,25  |        | 0,0 bis -0,5 | -0,25 bis -0,75 | -0,5 bis -1,0  |                                      |                 |
| Laufzeit                      | 24.06.2020   | gestaffelt Juli bis Sept. 2021                 |        | 3 Jahre      | nach 2 Jahren   | nach einem Jahr  |                                      |                 |
| Vorzeitige Rückzahlungsoption |  |  |        |              |                 |  |                                      |                 |
|                               |  | <b>Zugeteilter Betrag (Mrd. EUR)</b>           |        |              |                 |  | <b>Zugeteilter Betrag (Mrd. EUR)</b> |                 |
|                               | Abwicklung   | Fälligkeit                                     |        | Abwicklung   | Fälligkeit      | Abwicklung   | Fälligkeit                           | 1. vorz. Rückz. |
|                               | 18.03.   | 24.06.   | 109,13 | 21.05.2020   | 30.09.2021      | 25.09.2019   | 28.09.2022                           | 29.09.2021      |
|                               | 25.03.   | 24.06.   | 114,98 | 24.06.2020   | 30.09.2021      | 18.12.2019   | 21.12.2022                           | 22.12.2021      |
|                               | 01.04.   | 24.06.   | 43,71  | 06.08.2020   | 30.09.2021      | 25.03.2020   | 29.03.2023                           | 30.03.2022      |
|                               | 08.04.   | 24.06.   | 19,51  | 03.09.2020   | 26.08.2021      | 24.06.2020   | 28.06.2023                           | 29.09.2021      |
|                               | 15.04.   | 24.06.   | 4,64   | 08.10.2020   | 26.08.2021      | 30.09.2020   | 27.09.2023                           | 29.09.2021      |
|                               | 22.04.   | 24.06.   | 18,94  | 05.11.2020   | 29.07.2021      | 16.12.2020   | 20.12.2023                           | 22.12.2021      |
|                               | 29.04.   | 24.06.   | 36,66  | 02.12.2020   | 29.07.2021      | 24.03.2021   | 27.03.2024                           | 30.03.2022      |
|                               | 06.05.   | 24.06.   |        |              |                 |  |                                      |                 |
|                               | 13.05.   | 24.06.   |        |              |                 |  |                                      |                 |
|                               | 20.05.   | 24.06.   |        |              |                 |  |                                      |                 |
|                               | 27.05.   | 24.06.   |        |              |                 |  |                                      |                 |
|                               | 03.06.   | 24.06.   |        |              |                 |  |                                      |                 |
|                               | 10.06.   | 24.06.   |        |              |                 |  |                                      |                 |

\*Zinssätze sind an Hauptrefinanzierungssatz und/oder Einlagenzinssatz gekoppelt. Die angegebenen Zinssätze zeigen die geltenden Konditionen zum Zeitpunkt der Entscheidung.

Quellen: EZB, Bundesbank, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 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 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.

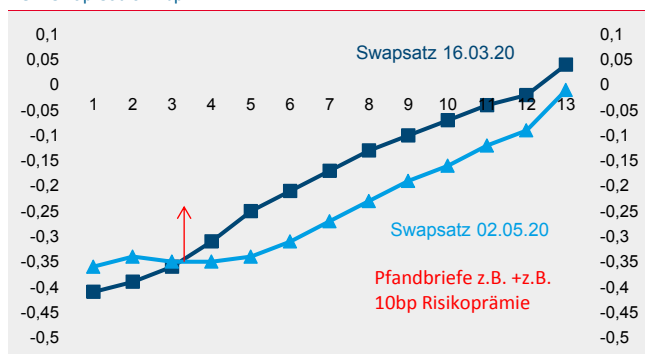
## Zu welchen Konditionen können Banken sich neuerdings bei der EZB refinanzieren?

Die EZB hat am 30. April abermals<sup>1</sup> die Konditionen für die TLTRO III-Tranchen verbessert. Refinanzierungen im Rahmen des dreijährigen TLTRO III werden in der Bandbreite von 50 Bp unterhalb des Hauptrefinanzierungssatzes (derzeit: -0,5 %) bis zu 50 Bp unterhalb des Einlagenzinses (derzeit: -1,0 %) möglich. Welcher Zinssatz zur Anwendung kommt, hängt von der Höhe der Kreditvergabe der Geschäftsbanken an den nichtfinanziellen Sektor ab, im schlechtesten Fall (d.h. bei einer Netto-Kreditvergabe im Zeitraum von März 2019 bis März 2021 unter dem institutsspezifischen Vergleichswert) würde der Zinssatz immer noch -0,5 % betragen.

Die PELTROs gelten als Backstop für den kurzfristigen Liquiditätsbedarf und lösen quasi die LTROs ab. Der Zinssatz für die PELTROs ist (wie bei den LTROs) nicht an eine Neukreditvergabe gekoppelt und liegt 25 Bp unter dem Hauptrefinanzierungssatz und somit bei derzeit -0,25 %.

## Entscheidend für Primärmarkt: Wo liegen Swapsätze..

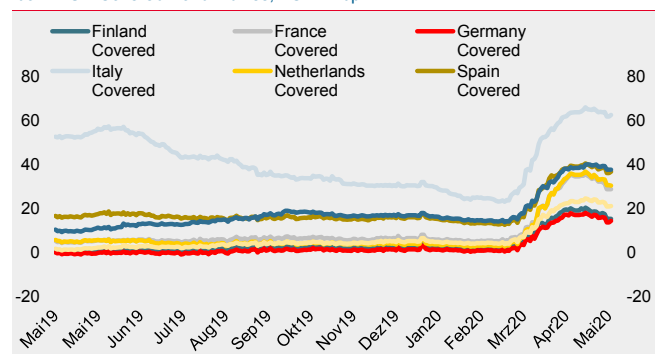
EUR Swap Sätze in bp



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## ...und Risikoprämien?

Iboxx EUR Covered Bond Indices, ASW in bp.



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Wie attraktiv sind diese Konditionen im Vergleich zur Kapitalmarktfrefinanzierung?

Zu den aktuellen Marktkonditionen wird sich eine Kapitalmarktfrefinanzierung über einen Covered Bond im Wettbewerb mit dem TLTRO III-Zinssatz schwer tun. Sie dürfte vereinfacht gerechnet höchstens -0,5 % (Swapsatz + Risikoprämie) kosten, um mit den für ein Jahr geltenden Konditionen der TLTRO III-Serie konkurrieren zu können<sup>2</sup>. Bei den aktuellen Swapsätzen erreicht selbst ein dreijähriger Pfandbrief mit den niedrigsten Risikoprämien keine vergleichbare Kondition.

Die PELTROs mit ihrem aktuellen Zinssatz von -0,25 % dürften für Covered Bonds mit niedrigen Risikoaufschlägen bei den aktuellen Marktbedingungen per se nicht unbedingt zur Konkurrenz werden. Zudem sorgen sie eher für kurzfristigen Liquiditätsbedarf und werden demnach bis auf die ersten drei Tranchen nicht als nachhaltige Refinanzierung und somit nicht auf die strukturierte Liquiditätsquote angerechnet. Ein Vergleich der Konditionen ist somit schwierig. Gleichwohl sind sie nicht an eine Neukreditvergabe gekoppelt und die Nutzung durch einige Covered Bond-Emittenten bis zum Sommer zur Liquiditätssicherung über ein Jahr ist grundsätzlich nicht auszuschließen.

<sup>1</sup> Siehe Credit Special: [„Europäische Banken: EZB mit Maßnahmen gegen Corona-Schock“](#) vom 13.3.20

<sup>2</sup> Die Rechnung berücksichtigt nicht, dass die Refinanzierungskosten über das EZB-Instrument aufgrund des geltenden Marktwert-Abschlags auf die Sicherheiten (von derzeit 6,4 % vor Abschlag für Zinsart) und deren unbesicherte Refinanzierung etwas höher als -0,5 % ausfallen würden.

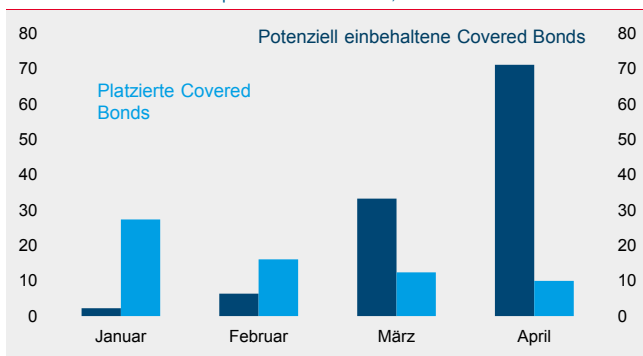
## Was sind einbehaltene Covered Bonds und warum steigt das Volumen?

Seit Mitte März nutzten viele Emittenten zunehmend die günstigere Refinanzierung über das Einreichen aufgelegter, aber einbehaltener Papiere (Gedekte Schuldverschreibungen zur Eigennutzung, Englisch: own-use covered bonds oder retained covered bonds) bei der EZB zur Kreditaufnahme über die sogenannten „Brücken“-LTROs. Insgesamt wurden vom 16. März bis Ende April insgesamt rund 100 Mrd. EUR Covered Bonds mit Einzelnenwerten von über 50 Mio. EUR nicht öffentlich syndiziert und damit mutmaßlich bei der EZB als Sicherheiten für Refinanzierungsoperationen eingereicht. Diese Transaktionen sind nicht unüblich, wurden jedoch in großem Ausmaß bislang nur in der Finanzkrise getätigt.

Antriebsfaktoren dürften insbesondere die im Zuge der Coronakrise angestiegenen Risikoaufschläge<sup>3</sup> und das ungewisse Nachfrageverhalten der Investoren gewesen sein. Die „Brücken“-LTROs stellen mit dem sehr günstigen Zinssatz von -0,5 % seit 16. März für Emittenten eine attraktive kurzfristige Refinanzierungsalternative dar. Somit lassen sich öffentliche Platzierungen in der Hoffnung verschieben, dass sich die Spreads am Kapitalmarkt wieder einengen. Bislang führten jedoch weder die Erhöhung des Ankaufprogramms der EZB am 12. März noch die Einführung des PEPPs trotz erhöhter Garantie einer Teilnachfrage durch die Zentralbanken zu einem deutlichen Rückgang der Risikoprämien.

### Starker Anstieg der einbehaltene Covered Bonds

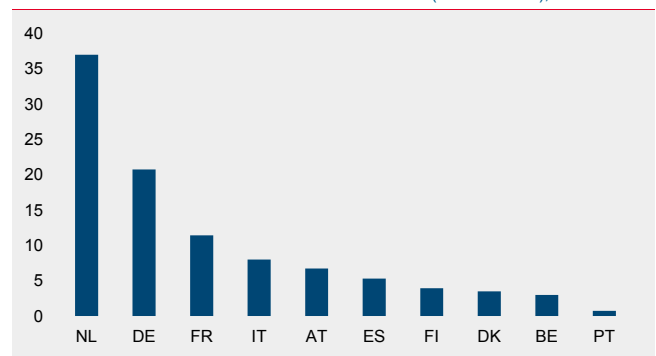
EUR-Neuemissionen Jan.-April 20 ab 50 Mio EUR, in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Starke Inanspruchnahme von Kernländern und Italien

Potenziell einbehaltene Covered Bonds nach Ländern (16.03.-30.04.), in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Welche Emittenten haben einbehaltene Covered Bonds emittiert?

Von den Euro-Ländern führt die Niederlande gefolgt von Deutschland und Frankreich die Liste der Covered Bond-Emittenten an, die Papiere ohne Syndizierung aufgelegt und wahrscheinlich bei der EZB eingereicht haben. Das Gros des Volumens geht auf die zehn größten Transaktionen zurück.

### TOP 40 Emittenten mit potenziell bei der EZB eingereichten Covered Bonds nach Volumen

EUR-Emissionen 16.03.2020 bis 30.04. 2020 ab 50 Mio. EUR nach Emittenten-Ticker

| Emittenten | Volumen in Mrd. EUR | Emittenten | Volumen in Mrd. EUR | Emittenten | Volumen in Mrd. EUR | Emittenten | Volumen in Mrd. EUR |
|------------|---------------------|------------|---------------------|------------|---------------------|------------|---------------------|
| ABNANV     | 18,00               | BNPPCB     | 3,00                | VORHYP     | 1,10                | CRUNAV     | 0,50                |
| INTNED     | 14,00               | KBC        | 3,00                | DEKA       | 1,00                | RFLBST     | 0,50                |
| ISPIM      | 6,60                | NDASS      | 3,00                | DKRED      | 1,00                | RFVBSA     | 0,25                |
| RABOBK     | 5,00                | DB         | 2,71                | DZHYP      | 1,00                | VOWIBA     | 0,25                |
| CMZB       | 4,85                | SOCSFH     | 2,50                | BPEIM      | 0,90                | RFLBTI     | 0,20                |
| LBPSFH     | 4,50                | BKTSM      | 2,00                | MUNHYP     | 0,90                | RFVORA     | 0,20                |
| HESLAN     | 3,75                | BACA       | 1,75                | RBIAV      | 0,88                | MMBSCF     | 0,17                |
| DANBNK     | 3,50                | HVB        | 1,70                | HCOB       | 0,80                | SUOHYP     | 0,15                |
| LBBW       | 3,25                | BAWAG      | 1,60                | OPBANK     | 0,80                | KRSHLB     | 0,10                |
| SANTAN     | 3,05                | AXASFH     | 1,25                | CARPP      | 0,50                | SKPPFO     | 0,10                |

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

<sup>3</sup> Siehe Covered Bond Special: „[Credit-Komponente gewinnt wieder an Bedeutung](#)“ vom 12.3.20

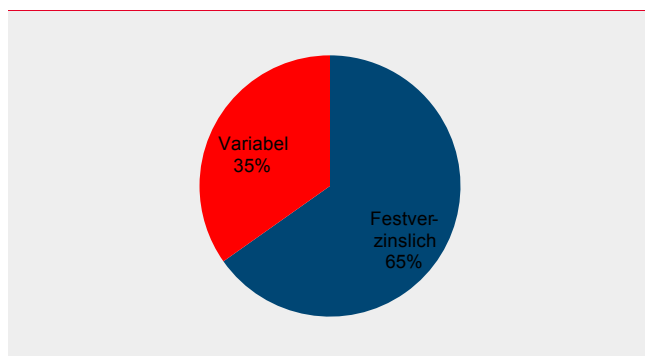
## Welche Eigenschaften kennzeichnen die einbehaltenen Covered Bonds im Vergleich zu den Primärmarkt-Emissionen?

Während der Primärmarkt der EUR-Benchmark-Anleihen von festverzinslichen Papieren dominiert wird, sind die einbehaltenen Bonds seit 16. März von einem hohen Anteil an variabel verzinsten Papieren geprägt. Dies dürfte zum einen dem geringeren Abschlag für variabel verzinsten Sicherheiten gemäß EZB-Standards geschuldet sein. Zum anderen kalkulieren viele Emittenten auf einer variablen Basis.

Die einbehaltenen Covered Bonds im Betrachtungszeitraum 16. März bis 30. April weisen überwiegend lange Laufzeiten auf: 42 % der einbehaltenen Covered Bonds haben eine Laufzeit von fünf bis sieben Jahren, 31 % der Papiere eine Laufzeit von 8 bis 15 Jahren.

### Festverzinsliche Papiere überwiegen

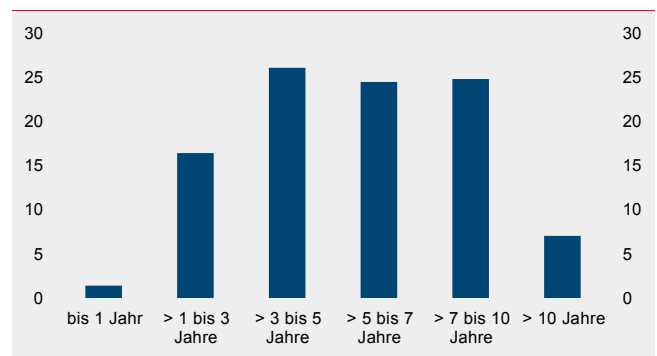
Potenziell einbehaltene Covered Bonds nach Zinsart (16.03.-30.04.), in %



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Mittelfristige und langfristige Laufzeiten überwiegen

Potenziell einbehaltene Covered Bonds nach Laufzeiten (16.03.-30.04.), in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Welche Auswirkungen haben die einbehaltenen Emissionen auf die Bonität der Papiere?

Grundsätzlich hat die Form der Emission keine Auswirkungen auf die Bonität der Papiere. Vielmehr ist es das Fälligkeitsprofil der Bonds, das die von den Ratingagenturen berechnete ratingerhaltende Überdeckungsquote beeinflusst. Je angepasster die Fälligkeitsprofile der Deckungswerte und Covered Bonds sind, desto weniger Liquiditätsbedarf oder -überschuss entsteht, wenn die Zahlungen an die Anleihegläubiger nicht mehr vom Emittenten, sondern von den Deckungswerten kommen. Je höher i.d.R. der Liquiditätsbedarf oder -überschuss, desto höher kann die ratingerhaltende Überdeckungsquote sein. Bei hoher Fälligkeitskonzentration in einem Laufzeitenband können beispielsweise hohe Kosten für einen vorzeitigen Aktivverkauf in der Berechnung der Überdeckungsquote zum Tragen kommen.

Wir bewerten die eher längeren Laufzeiten der einbehaltenen Covered Bonds daher als positiv und wenig bonitätsbelastend. Häufig halten die Covered Bond-Emittenten auch deutlich höhere Überdeckungsquoten als die ratingerhaltende Überdeckungsquote vor und können somit bei einer Verschlechterung des Fälligkeitsprofils von einem Puffer profitieren.

### Covered Bond-Emissionsprognose revidiert

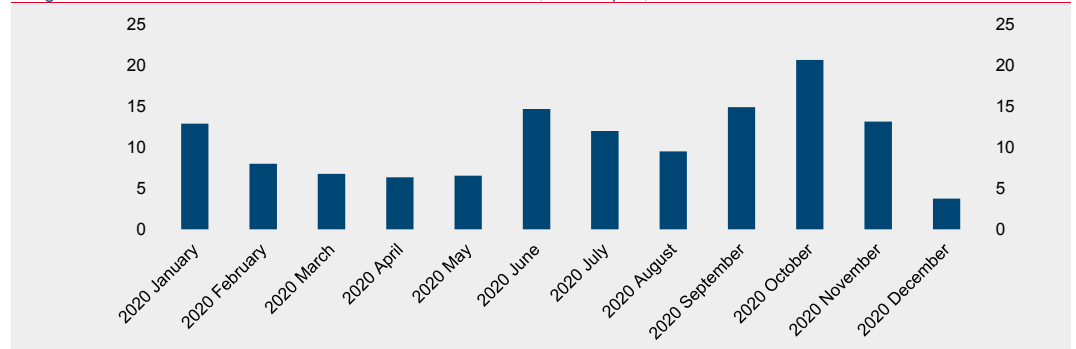
Wir gehen davon aus, dass das verminderte Angebot am Primärmarkt und die konstante Nachfrage durch die EZB-Kaufprogramme die jüngst eingetretene Spreadsengung IBoxx EUR Covered-Indizes der Kernmärkte weiter, wenn auch aufgrund der anhaltenden Ungewissheit verhalten, befördern wird. Kredit- und (mit Zunahme der einbehaltenen Emissionen) Marktrisiken dürften trotz des großen Investors wieder mehr im Fokus stehen.

Zwar geben die hohen Fälligkeiten in der zweiten Jahreshälfte und die Trendwende bei den Risikoprämien Hoffnung auf eine Wiederbelebung des Primärmarktes. Sollten sich die Refinanzierungskosten am Kapitalmarkt jedoch bis Juni nicht deutlich reduzieren, dürfte die günstige Refi-

finanzierungsalternative über die EZB bei vielen Emittenten den Vorzug erhalten. In diesem Fall wird das Primärmarktvolumen dieses Jahr wohl kaum nennenswert über das bereits emittierte Volumen von rund 55 Mrd. EUR steigen.

### Fälligkeiten erreichen im Oktober ihren Höhepunkt

Fälligkeiten 2020 nach Monat EUR-Benchmark Covered Bonds, fixer Kupon, in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Weitere Helaba-Publikationen:

**Credit Special: Europäische Bankanleihen: COVID-19 rückt Bilanzqualität in den Fokus**

April 2020

**Credit Special: Europäische Banken: EZB-Aufsicht legt mit weiteren Erleichterungen nach**

März 2020

**Covered Bond Special: Credit-Komponente gewinnt wieder an Bedeutung**

März 2020

**Credit Special: Europäische Banken: EZB mit Maßnahmen gegen Corona-Schock**

März 2020

**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

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. ■