Helaba

Im Fokus: SSA & Financials

29. September 2022

Weekly Market Update

Primärmarktumfeld: Marktbeherrschend bleiben die Inflations-, Zins- und Konjunktursorgen. Renditen rund um den Globus ziehen deutlich an, so kletterten beispielsweise die zehnjährigen US-Treasuries auf ein Zwölf-Jahres-Hoch. Die Konsumstimmung in Deutschland fiel auf ein Rekordtief, der DAX kämpft um die 12.000er Marke. Investoren halten sich vor dem Quartalsende zurück.

Emissionsbarometer

SSA

Im SSA-Segment lief es zuletzt noch halbwegs rund. Allerdings zeigt sich, dass Investoren selektiver vorgehen. Letztendlich konnten nicht alle Emissionen überzeugen.

Covered Bonds

In dieser Woche geriet der Primärmarkt spürbar ins Stottern. Die seit Mitte August zu beobachtende Emissionsdynamik schwächt sich zunehmend ab. Die großen Marktschwankungen tragen sicherlich ihren Teil zu dieser Entwicklung bei.

Senior Unsecured

Der Primärmarkt für erstrangig unbesicherte Bankanleihen ist merklich ins Stocken gekommen, das Marktumfeld wird zunehmend schwierig. Investoren handeln äußerst selektiv und fordern gegebenenfalls hohe Spread-Prämien ein. Hieran wird sich wohl auch in der kommenden Woche nicht viel ändern.

Entspannung dauerhaft?

Spread-Trendindikator*, ASW-Spread Veränderung gegenüber …

IBOXX EURO	1 Tag	1 Woche	4 Wochen	13 Wochen	52 Wochen	104 Wochen
Germany	-0,27	-0,60	0,19	-0,01	-2,40	-3,17
European Union	-0,13	0,01	0,05	0,35	0,62	-0,46
Germany Covered	-0,19	-0,12	-0,19	0,09	0,38	-0,40
EU Covered	-0,05	-0,03	-0,04	0,05	0,24	0,01
Banks senior preferred	0,04	-0,17	0,26	-0,75	2,08	0,92
Banks senior bail-in (SNP)	0,02	-0,11	0,06	-0,47	2,33	1,01
Banks subordinated	0,05	0,18	0,54	-0,28	2,53	1,21
Supranational	-0,15	-0,05	-0,09	0,10	0,21	-0,67
Agencies	-0,17	-0,26	-0,19	-0,44	-1,13	-1,62
Sub-Sovereigns Germany	-0,13	-0,04	-0,14	-0,17	-1,25	-1,83
Sub-Sovereigns	-0,16	-0,09	-0,05	-0,22	-0,55	-1,52

stark | mittel | schwach | unverändert | schwach | mittel | stark

Spreadausweitung | Spreadeinengung

*ASW-Level standardisiert und 2T-geglättet, seit 14.2.22 veränderte Berechnung der ASW-Level seitens Markit

Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Unser Spread-Trendindikator signalisiert im kurzfristigen Zeitfenster zwar eine Entspannung. Allerdings sind Zweifel angebracht, ob diese von Dauer sein wird.

SSA

Insgesamt stellen sich die Rahmenbedingungen im SSA-Segment noch relativ günstig dar. Zur Wahrheit gehört aber auch, dass mittlerweile deutlicher zwischen den Emittenten differenziert wird. Neben den beiden Auktionen der EU (07/2025 und 07/2032) wurden sechs weitere SSA-Emissionen platziert. Dabei erfreuten sich insbesondere Anleihen aus Deutschland (KfW, Land Bremen sowie die Investitionsbank Berlin mit einer „Social Debut") aufgrund einer attraktiven Bewertung ggü. Bund einer hohen Investorennachfrage. Folglich waren diese Transaktionen mehrfach überzeichnet. Überzeugend fiel auch der Auftritt des niederländischen Kommunalfinanzierers BNG aus. Der finale Spread von -15 Bp. ggü. Mid-Swap entspricht einem sehr attraktiven Aufschlag von knapp 90 Bp. ggü. deutschen Staatsanleihen.
Enttäuschend verliefen hingegen die Emission der kanadischen Ontario Teachers' Finance Trust. Die mit Benchmark-Volumen angekündigte, siebenjährige Anleihe erreichte mit Mühe das Volumen von EUR 500 Mio. und konnte die anfängliche Spread-Vorgabe aufgrund der schleppenden Investorennachfrage von Mid-Swap +32 Bp. nicht weiter einengen. Noch größere Probleme hatte die französische SFIL. Der zehnjährige Deal konnte nur mit Unterstützung der Lead Manager das Benchmark-Volumen von 500 Mio. EUR erreichen. Das finale Orderbuch belief sich bei lediglich 460 Mio. EUR.

Ausblick: Das SSA-Segment zeichnet sich durch mehr Licht als Schatten aus. Allerdings ist im Markt zu hören, dass Förderbanken und die Bundesländer derzeit über viel Liquidität verfügen und sich deren Bedarf an den Markt zu gehen, in Grenzen hält.
Wie das Beispiel der SFIL zeigte, sind lange Laufzeiten derzeit schwer platzierbar. Sofern Emittenten Refinanzierungsbedarf haben werden unseres Erachtens kurze bis mittleren Laufzeiten bevorzugt.

€-SSA-Emissionen der Woche vom 26. September 2022

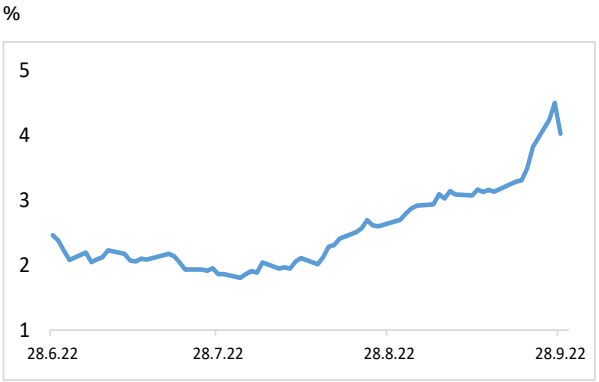
Kupon	Emittent	Rating (M/S&P/F)	Volumen in €	Tap	Fälligkeit	Begebungs-Spread zu Swaps	ESG	Begebung	Orderbuch	erste Spread-indikation
0,800%	EU	Aaa /AA+/AAA	1,500 Mrd.		04.07.2025	Auction		26.09.2022	5,200 Mrd.	Auction
1,000%	EU	Aaa /AA+/AAA	2,398 Mrd.		06.07.2032	Auction		26.09.2022	4,840 Mrd.	Auction
2,750%	BNG	Aaa /AAA/AAA	1,500 Mrd.		04.10.2027	ms -15 Bp		27.09.2022	6,200 Mrd.	ms - 12 area
2,750%	Investitionsbank Berlin	- /-/AAA	0,500 Mrd.		04.10.2027	ms -15 Bp		27.09.2022	1,700 Mrd.	ms - 13 area
3,300%	Ontario Teachers' Finance Trust	Aa1 /AA+/-	0,500 Mrd.		05.10.2029	ms +32 Bp		27.09.2022	not disclosed	ms + 32 area
3,000%	Bremen	- /-/AAA	0,500 Mrd.		06.10.2032	ms -14 Bp		28.09.2022	1,000 Mrd.	ms - 13 area
2,875%	KFW	Aaa /AAA/AAA	4,000 Mrd.		28.12.2029	ms -30 Bp		28.09.2022	12,500 Mrd.	ms - 29 area
3,250%	SFIL	Aa3 /AA/-	0,500 Mrd.		05.10.2032	FRTR +40 bp		28.09.2022	0,460 Mrd.	FRTR +40 area

Quellen: Bloomberg, Helaba DCM

Covered Bonds

Es drängt sich der Eindruck auf, dass die Zeiten, in denen nahezu jede Neuemission ein Selbstläufer war, selbst bei kurzen Laufzeiten zu Ende sind. Mittlerweile wird stärker auf Qualitätsmerkmale geachtet. So überrascht es wenig, dass Emittenten aus der zweiten oder dritten Reihe Probleme haben, ihre Orderbücher voll zu bekommen. Von den teils sehr hohen Überzeichnungsraten, die noch zu Jahresbeginn zu beobachten waren, kann auch keine Rede mehr sein. Bemerkenswert ist zudem, dass in dieser Woche erstmals vermehrt Marktteilnehmer in Erscheinung traten, die auf bestimmten Kursniveaus Stopp-Loss-Orders aktivierten. Auch bessere Qualitäten werden verkauft, allen voran Papiere im mittleren Kurvensegment. Diese Vorgehensweise funktioniert derzeit trotz der allmählich austrocknenden Liquidität noch, da

10YR Gilts vollziehen deutlichen Sprung



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

wenigstens die Market Maker diese Papiere aufnehmen. Vor einem allzu sorglosen Umgang mit derartigen Positionen muss jedoch gewarnt werden: Es steht zu befürchten, dass dieses Konstrukt irgendwann zu knirschen beginnt, mit weitreichenden Folgen für die Spreads. Bereits jetzt kann die Stimmung unter den Anlegern als zurückhaltend beschrieben werden; die Erwartung einer zunehmenden Spreadausweitung in den kommenden Monaten herrscht ohnehin mehrheitlich im Markt vor. Derzeit wirken die ordentlichen Zentralbankenkäufe durch die Schwergewichte der Eurozone, Bundesbank sowie BdF stützend. So nahm der **Covered Bond-Bestand (CBPP3)** der EZB in der letzten Berichtswoche (16.09-23.09.) um 274 Mio. EUR zu. Damit wurde der zuletzt zu beobachtende Trend zur Bestandsreduzierung zumindest kurzfristig unterbrochen.

Ausblick: Mehrere Emittenten stehen in den Startlöchern. Für die kommende Woche sind bereits fünf Investoren-Calls avisiert. Ein im Vergleich mit dieser Woche höheres Transaktionsvolumen erscheint also wahrscheinlich, zumal die Anleger nach dem Quartalsultimo wohl wieder aktiver werden.

> *„Das Gesamtbild bleibt oberflächlich intakt, d.h. in den einzelnen Kurvensegmenten und bei der Auswahl der bevorzugten Jurisdiktionen gibt es keine wesentlichen Änderungen. Allerdings: Der ungebremste Anstieg der Zinskurven, die britische Blaupause aus Wechselwirkungen zwischen Krisenbekämpfungsmaßnahmen des Staates ("Hilfe auf Pump") und das Abstrafen der Märkte (sind die sog. "Bondwächter" zurück? Erinnert sei an die Staatsschuldenkrisen in den 2010er Jahren) und zusätzlich das nicht mehr allzu ferne Jahresende, Stichwort "Liquiditätsspannungen", ergeben zusammengenommen leichte Risse im Bild! "*
> *Einschätzungen aus dem Handelsraum der Helaba*

€-Covered-Bond-Emissionen der Woche vom 26. September 2022

Kupon	Emittent	Rating (M/S&P/F)	Volumen in €	Tap	Fälligkeit	Begebungs-Spread zu Swaps	ESG	Begebung	Orderbuch	erste Spread-indikation
3,000%	Arkéa Home Loans SFH	Aaa /-/AAA	0,500 Mrd.		04.10.2028	ms +8 Bp		26.09.2022	0,830 Mrd.	ms + 12 area
3,250%	Equitable Bank	- /-/AA	0,250 Mrd.		06.10.2025	ms +37 Bp		27.09.2022	0,290 Mrd.	ms + 37 area
3,500%	Slovenská sporiteľňa	Aaa /-/-	0,500 Mrd.		05.04.2028	ms +35 Bp		28.09.2022	0,550 Mrd.	ms + 35 area

Quellen: Bloomberg, Helaba DCM

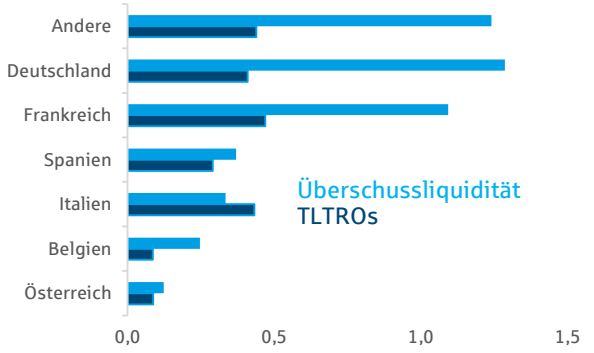
Senior Unsecured

Der Primärmarkt für erstrangig unbesicherte Bankanleihen kam diese Woche merklich ins Stocken. Bisher war lediglich eine Transaktion zu beobachten: Die dänische Sydbank emittierte eine 3nc2-jährige grüne Anleihe im Non-preferred Rang. Trotz der konservativ gewählten Laufzeit konnte sie das Zielvolumen von 500 Mio. EUR nur knapp erreichen. Die Investorennachfrage reichte nicht aus, um den Spread gegenüber den ersten Preisindikationen von 180 Bp. einengen zu können. Die Neuemissionsprämie lag bei rund 70 Bp.

Gemäß Medienberichten (u.a. **Reuters**) prüft die EZB, ob sie angesichts der rasant steigenden Zinsen die für Banken günstigen Konditionen ihrer dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO III) kürzen kann. Im Gespräch ist, dass die Verzinsung von EZB-Überschusseinlagen gesenkt bzw. der verzinste Betrag reduziert werden könnte (Tiering). Für die Häuser würde damit eine in den vergangenen Jahren willkommene Zinsprämie wegfallen. Die Auswirkungen auf die Funding-Pläne der Institute sollten u.E. jedoch begrenzt sein, da damit zu rechnen ist, dass selbst bei vorzeitigen TLTRO-Rückführungen ein Großteil aus den entgegenstehenden EZB-Guthaben getilgt würde. (zu TLTRO III siehe **Credit Special** vom 4.3.2021)

EZB-Einlagenüberschüsse unterschiedlich verteilt

Ausstehendes Volumen in Bio. EUR



Quellen: Refinitiv, EZB, Helaba Research & Advisory

Ausblick: Der wieder vorherrschende Risk-off-Modus bei den Investoren führt zu schwierigen Bedingungen für Emittenten erstrangig unbesicherte Bankanleihen. Hohe Fälligkeiten, strenge regulatorische Anforderungen und vom Liquiditätshunger der Unternehmen getriebenes Kreditwachstum sorgen zwar für noch offenen Emissionsbedarf im weiteren Jahresverlauf. Die von geopolitischen Krisen geprägte Nachrichtenlage und die inflationsgetriebene Notenbankpolitik erschweren jedoch das richtige Timing. Vorerst zeigen sich die Emittenten eher abwartend.

> *"Die allgegenwertig 'hawkishe' Stimmung und die anhaltende Furcht vor einer Rezession trieben die Aktienmärkte weiter ins Minus. Die neu gehandelte iTraxx-Serie 38 geriet von Beginn an unter Druck. Der Senior Financial handelte Roll-bedingt 8 bps höher und weitete sich innerhalb der vergangenen 7 Tage zusätzlich um 23 bps auf bis zu 155 bps aus. Die Kasse zeigt aufgrund des sich ausgeweiteten Bund/Swap-Spreads ein anderes Bild. Zwar sind die Renditen über die komplette Bandbreite gestiegen, doch basiert dies auf den besagten Ausweitungen gegenüber den jeweiligen Staatsanleihen (Benchmarks). Auf Spread-Basis gegen Swap zeigt sich indes innerhalb der vergangenen 7 Tage eine freundliche Entwicklung."*
> *Einschätzungen aus dem Handelsraum der Helaba*

€-Senior Prefered Emissionen der Woche vom 26. September 2022

Kupon	Emittent	Rating (M/S&P/F)	Volumen in €	Tap	Fälligkeit	Begebungs-Spread zu Swaps	ESG	Begebung	Orderbuch	erste Spread-indikation
4,750%	Sydbank A/S	A3 /-/-	0,500 Mrd.		30.09.2025	ms +180 Bp	✓	27.09.2022	0,500 Mrd.	ms + 180 area

Quellen: Bloomberg, Helaba DCM

€-Senior Non-preferred Emissionen der Woche vom 26. September 2022

Kupon	Emittent	Rating (M/S&P/F)	Volumen in €	Tap	Fälligkeit	Begebungs-Spread zu Swaps	ESG	Begebung	Orderbuch	erste Spread-indikation
keine										

Quellen: Bloomberg, Helaba DCM

Kurzmeldungen

28.9. Stresstest-Ergebnisse für kleinere Banken in Deutschland: Der von Bundesbank und Bafin durchgeführte **Stresstest** bei kleinen und mittelgroßen Sparkassen in Deutschland (LSIs) zeigt, dass die meisten Institute für die Krise gut gewappnet sind. „Der LSI-Stresstest 2022 hat gezeigt, dass die vergangenen und aktuellen Krisensituationen die Banken fordern, aber nach aktuellem Stand beherrschbar sind", sagte Raimund Röseler, BaFin-Exekutivdirektor für Bankenaufsicht, bei der Vorstellung der Stresstest-Ergebnisse in Frankfurt.

27.9. Oldenburgische Landesbank/Pfandbriefe: Moody's geht gemäß eines Kommentars davon aus, dass der Kauf der Degussa Bank durch die Oldenburgische Landesbank (Link **OLB setzt mit Kauf der Degussa Bank profitablen Wachstumskurs fort | OLB**) zu einer Verschmelzung der beiden Unternehmen führen wird und die OLB alle ausstehenden Schulden der Degussa Bank, einschließlich ihrer Pfandbriefe, übernehmen wird. Wenn dies geschieht, wird es für die Inhaber ausstehender Pfandbriefe der Degussa Bank positiv sein, da sie dann Rückgriff auf das fusionierte Unternehmen haben. Darüber hinaus geht die Agentur davon aus, dass der Kauf der Degussa Bank durch die OLB zu einer Zusammenlegung der Kreditpools führen wird, die die Pfandbriefe der beiden Banken unterlegen (Deckungspools). Wenn dies geschieht, wird der fusionierte Deckungsstock vielfältiger und granularer sein als die beiden einzelnen Deckungsstöcke, was ein weiterer positiver Faktor ist.

27.9. Klimarisiken könnten regelmäßiger Bestandteil von Stresstests werden: Europäische Aufsichtsbehörden erwägen, mögliche Verluste durch den Klimawandel zu einem regelmäßigen Bestandteil von Bankenstresstests zu machen. Dieser Ansatz könnte die Dividenden, die Kreditgeber an Investoren zahlen, belasten, so mit dem Thema vertraute Personen. Die Überlegungen der EBA befänden sich noch in einem frühen Stadium, sagte demnach Jacob Gyntelberg, Direktor für Wirtschafts- und Risikoanalyse. (**Bloomberg**)

26.9. EZB zur Bilanzqualität von Banken: Die Banken in der Eurozone müssen zusätzliche Rückstellungen für Kreditrisiken bilden, um für die Folgen von Konjunkturabschwächung und Russland-Ukraine-Krieg vorzusorgen, so EZB-Vizepräsident Luis De Guindos am Montag. (**Reuters**)

23.9. EZB erwägt wohl, TLTRO-Bedingungen anzupassen: Die EZB prüft Optionen, um die Prämien für Banken im Rahmen ihrer gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO) angesichts steigender Zinssätze zu kürzen, so Insider gegenüber **Reuters**.

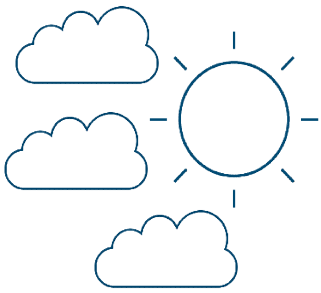
23.9. EBA startet EU-weite Transparenzübung 2022: Die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) hat ihre **jährliche EU-weite Transparenzübung** als Teil ihrer Ziele zur Überwachung von Risiken und Schwachstellen und zur Stärkung der Marktdisziplin eingeleitet. Die Ergebnisse werden voraussichtlich Anfang Dezember veröffentlicht.

Marktdaten (aktuell*, ggü. 1 Woche, ggü. 4 Wochen)

E-STOXX 600 Banken	120	-8,66%	-4,11%	iBoxx € Cov. Germany	0,3	-3,0	-3,4	iTraxx Senior Financial	147,4	13,7	18,0
10J-Rendite	2,14	0,25	0,61	iBoxx € Cov. Bonds	8,9	-2,9	-3,2	iBoxx € Supranational	-0,8	-2,92	-3,18
Swap 10J	3,09	0,40	0,67	iBoxx € Banks PS	79,5	-2,2	3,5	iBoxx € Agencies	-24,3	-6,67	-6,41
iBoxx € Germany	-82,4	-12,86	-3,22	iBoxx Banks NPS	126,2	-2,0	-0,5	iBoxx € Sub-Sov. Germany	-4,1	-3,00	-4,37
iBoxx € EU	1,6	-2,36	-1,44	iBoxx Banks Subordinated	236,2	11,5	29,0	iBoxx € Sub-Sovereign	10,4	-3,37	-3,06

*Schlusskurse vom Vortag
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory, * ASW-Spreads

Freizeittipp für's Wochenende: Tag der deutschen Einheit - Point Alpha



„Für ein Europa in Frieden und Freiheit" – so begrüßt die Internetseite der Point-Alpha-Stiftung. Point Alpha war einer von vier **US**-Beobachtungsstützpunkten an der hessischen **innerdeutschen Grenze**. An der Straße zwischen **Geisa** (Thüringen) und **Rasdorf** (Hessen) – etwa 35km von Fulda entfernt – erfüllte der Beobachtungsstützpunkt bis zum Fall des **Eisernen Vorhangs** eine wichtige Beobachtungsaufgabe im Verteidigungskonzept der **NATO**, Heute ist „Point Alpha" der Name einer Mahn-, Gedenk- und Begegnungsstätte, dessen Trägerin die Point-Alpha-Stiftung ist. **Am Wochenende finden dort** eine Grenzwanderung (Sa), eine offene Gedenkstättenführung (So), ein Festakt mit Thomas de Mazière (So) und ein ökumenischer Gottesdienst und Familientag (Mo) statt.

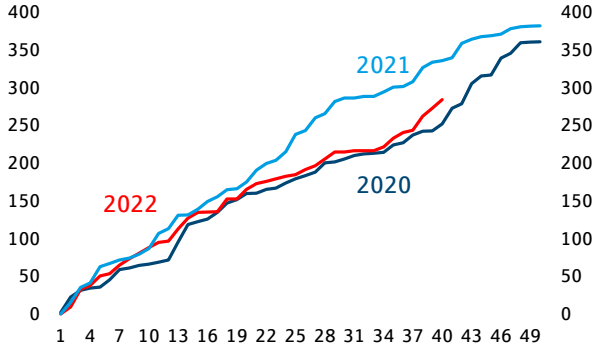
Mehr Informationen: **Point-Alpha-Stiftung**

Haben Sie Ideen für Freizeittipps? Gerne nehmen wir Ihre Anregungen unter **research@helaba.de** entgegen.
Quelle: **www.pointalpha.com**

Chartbook SSA, Covered Bonds, Senior Unsecured

SSA: Emissionen

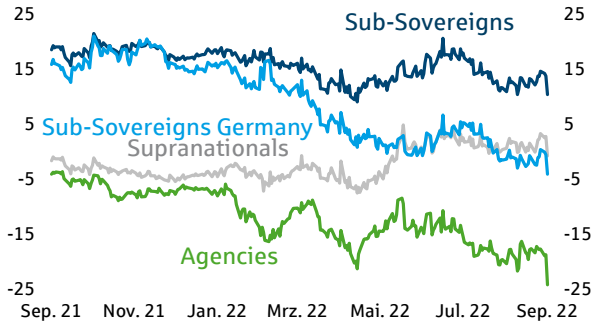
EUR-Benchmark-Emissionsvolumen kumuliert nach Wochen, Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

SSA: Spreadentwicklung

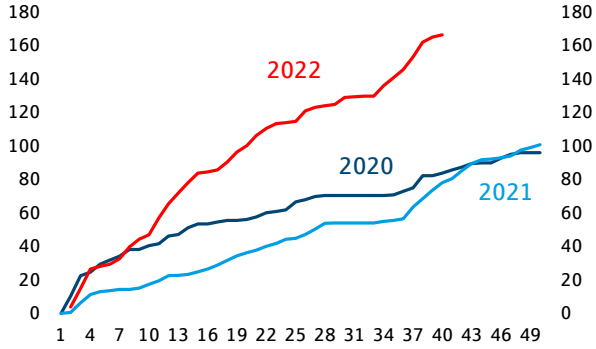
ASW-Spread in Bp.



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Covered Bonds: Emissionen

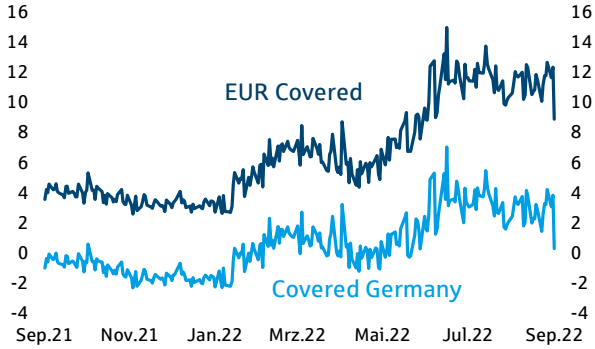
EUR-Benchmark-Emissionsvolumen kumuliert nach Wochen, Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Covered Bonds: Spreadentwicklung

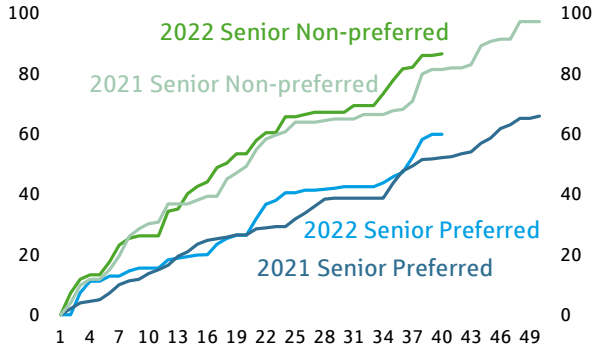
ASW-Spread in Bp.



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Senior Unsecured: Emissionen

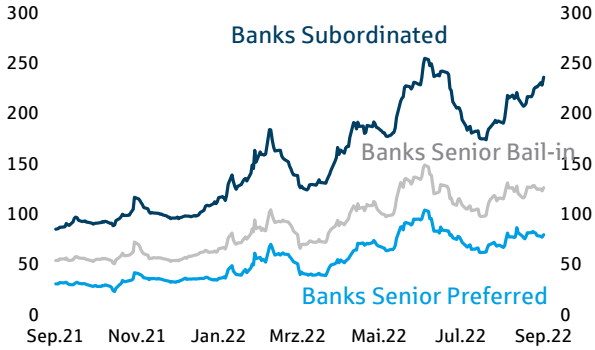
EUR-Benchmark-Emissionsvolumen kumuliert nach Wochen, Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Senior Unsecured: Spreadentwicklung

ASW-Spread in Bp.



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Neues von Research & Advisory

→ Wochenausblick (erscheint am Freitag zwischen 12 - 14 Uhr)
→ Märkte und Trends September 2022 (Video)
→ Märkte und Trends September 2022 (Publikation)
→ Im Fokus: Gold
→ Finanzplatz Frankfurt: Finanzstandort attraktiv für Institutionen
→ Im Fokus: Zinsen
→ Im Fokus: Wirtschaftliche Erholung in den Schwellenländern vertragt
→ Im Fokus SSA: Deutsche Agencies – Bundes- und Ländergarantien bieten maximale Sicherheit
→ Covered-Bond-Gesetz in Österreich (Video)
→ Covered-Bond-Gesetz in Frankreich und Deutschland (Video)
→ Covered-Bond-Gesetze: Umsetzung der EU-Regelungen (Video)

Autoren-Team

Sabrina Miehs, CESGA
Head of FI & SSA Research
Senior Advisor Sustainable Finance
T 069/91 32-48 90

Dr. Susanne Knips
Senior Credit Analyst
T 069/91 32-32 11

Christian Schmidt
Covered Bond & SSA Analyst
T 069/91 32-23 88

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Stefan Rausch
Corporate Research & Advisory

Verantwortlich:
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin/
Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
T +49 69 / 91 32 - 20
Internet: www.helaba.com

Disclaimer

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.

Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:
https://news.helaba.de/research/