



Primärmarktausblick: EU und Länder weit vor Corporates und Banken

AUTOREN

Barbara Bahadori
Ulrich Kirschner, CFA
Dr. Susanne E. Knips
Sabrina Miehs
Ralf Umlauf
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. Die Informationen dieser Publikation stellen keine Anlageberatung dar. Anlageentscheidungen können nur auf Grundlage des Verkaufsprospektes und nach einer eingehenden Beratung durch Ihre Hausbank oder Ihren örtlichen Finanzberater getroffen werden.

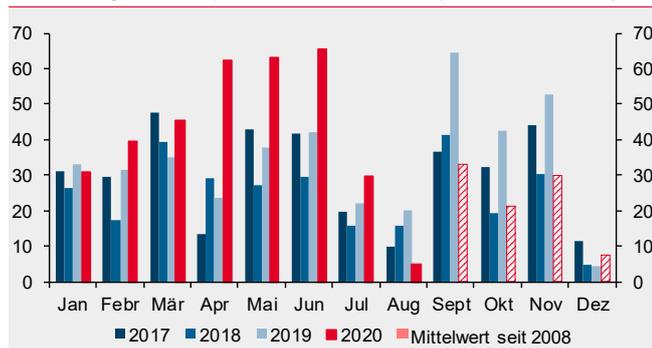
- Das Corona-Virus drückte in den ersten Monaten dieses Jahres nicht nur dem öffentlichen Leben, sondern auch dem Anleihe-Primärmarkt seinen Stempel auf. Liquiditätsbevorratung und die Finanzierung der krisenbedingt steigenden Ausgaben sorgten für ein großes Angebot an Corporate Bonds und vor allem Anleihen der deutschen Bundesländer. Auch das Volumen von ungedeckten Bankanleihen und Covered Bonds fiel trotz attraktiver Refinanzierungsangebote der Notenbanken noch recht ordentlich aus.
- Corporates dürften aufgrund des schwierigen und unsicheren wirtschaftlichen Umfelds in den kommenden Wochen weiterhin bemüht sein, ihre Bilanzen mit Liquidität aufzupolstern und ihre Bonität durch Hybridanleihen zu festigen. Per saldo noch immer ausgesprochen günstige Finanzierungskosten und das Wiederanfahren der EZB-Käufe bilden hierfür gute Rahmenbedingungen.
- Bei den Banken gehen wir davon aus, dass die Institute ihre Non-preferred-Emissionen fortsetzen werden, um die regulatorischen Mindestquoten zu erreichen. Zudem dürften sie mit Blick auf die im kommenden Jahr anstehenden Fälligkeiten sowie mögliche weitere Corona-bedingte Belastungen der Kapitalquoten günstige Markt-Fenster zum Pre-Funding nutzen.
- Am Primärmarkt für Covered Bonds werden sich voraussichtlich insbesondere französische Emittenten und nordische Spezialinstitute, aber auch einige kleinere Häuser aus Deutschland und Österreich zeigen und für ein solides Volumen sorgen.
- Steuerausfälle sowie der anhaltende Kapitalbedarf zur Unterstützung von Wirtschaft und Sozialsystemen sollten für eine Fortsetzung des Emissionsreigens bei Länderanleihen sorgen. Daueremittenten, wie NRW, Niedersachsen oder Hessen, sind ebenso zu erwarten wie Papiere von Neulingen oder bislang seltener anzutreffenden Bundesländern.
- Zum Shooting-Star könnte die Europäische Union avancieren. Insbesondere die Refinanzierung der Anti-Corona-Programme SURE und NGEU sorgt für einen riesigen Mittelbedarf. Wir rechnen mit einem Bond-Volumen von jährlich mehreren hundert Millionen EUR, das ein breites Publikum ansprechen dürfte.
- Weiterhin auf Wachstum programmiert ist das Nachhaltigkeits-Segment. Wie die erste grüne Bundesanleihe und der jüngst gegebene erste Green Bond von Daimler zeigen, gewinnt die Entwicklung derzeit sowohl regional als auch sektoral an Breite.

Corona befeuert Emission von Länder- und Unternehmensanleihen

Im bisherigen Jahresverlauf hatten die Investoren am Primärmarkt eine große Auswahl an Corporate Bonds und Anleihen deutscher Bundesländer. Aber auch bei Bankanleihen und Covered Bonds erreichten die platzierten Volumina ein solides Niveau. Am Primärmarkt für **EUR-Corporate-Bonds** war die Liquiditätssicherung das Hauptmotiv der Emittenten. Insbesondere in den Monaten April bis Juni lag die Marktdynamik deutlich über der Aktivität in den vorangegangenen Jahren. Bis Ende August wurden rund 343 Mrd. EUR begeben und damit fast 100 Mrd. EUR mehr als im Vergleichszeitraum des Vorjahres.

Corporates: Hohe Dynamik von April bis Juni

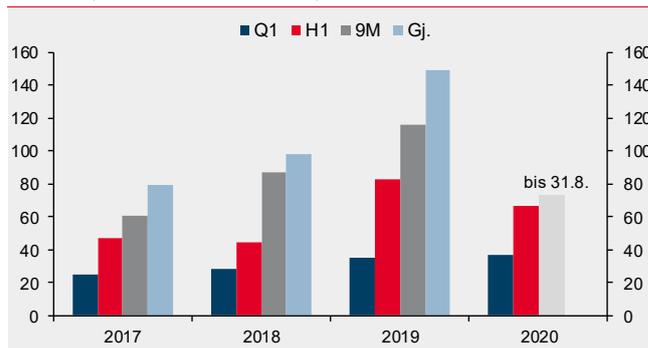
Emissionstätigkeit von Corporate Bonds nach Monaten (Volumen in Mrd. EUR)



Quellen: Bloomberg, bondradar, Helaba Volkswirtschaft/Research

Bankanleihen: Schwacher Start ins 3. Quartal

Mrd. EUR (Emissionsvolumen kumuliert)*



* erstrangig unbesicherte Bankanleihen im EUR-Benchmark-Format mit fixem Kupon
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Der Primärmarkt für **Senior-Unsecured-Bank-Anleihen** im Euro-Benchmark-Format erreichte im 1. Halbjahr 2020 mit rund 67 Mrd. EUR ein angesichts der Krise sehr solides Niveau. Das Jahr hatte fulminant begonnen: Die Emittenten nutzten zunächst das günstige Marktumfeld für Vor-Finanzierungen. Die Aktivitäten wurden jedoch durch die Corona-Krise jäh ausgebremst. Nach den nahezu leblosen Monaten März und April wagten sich ab Mai wieder Emittenten aus der Deckung, insbesondere aus Frankreich, Deutschland und Spanien. Insgesamt war aber im Vorfeld der Berichterstattung zum 2. Quartal – dem ersten vollen COVID-Quartal – eine abwartende Haltung zu beobachten, zumal Blackout-Periode und Sommerpause die Emissionstätigkeit dämpften. Die Banken mussten ihre zusätzlichen Kreditrückstellungen Pandemie-bedingt im Berichtsquartal nochmals erhöhen, ihre Anleihebestände profitierten aber von der kräftigen Erholung der Marktwerte.

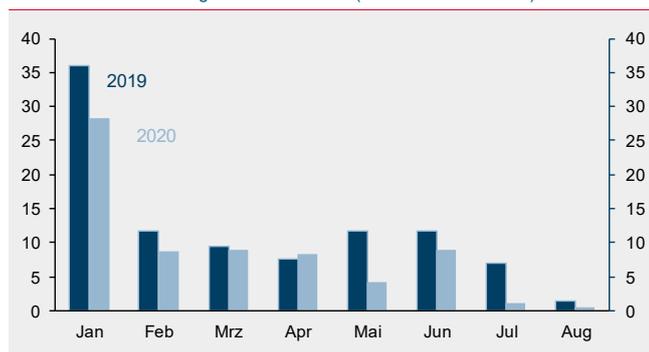
Im **Covered-Bond-Segment** stieg das Emissionsvolumen zwar stark an, ein Großteil davon wurde jedoch von den Kreditinstituten einbehalten und nicht öffentlich platziert. Grund dafür war das günstige Angebot der EZB an alternativen Refinanzierungsmöglichkeiten. Geldhäuser aus vielen Ländern griffen in großem Umfang bei den ab Mitte März zur Verfügung gestellten Brücken-Langfristendern und anschließend bei der Juni-Zuteilung des gezielten dreijährigen Langfristenders TLTRO-III zu.¹ Als Sicherheit nutzten viele ihre einbehaltenen Papiere. So ging das Volumen öffentlich platzierter Benchmark-Emissionen nach einem ordentlichen Start in das Jahr ab Mai deutlich zurück und lag bis Ende August bei 69 Mrd. EUR (Vorjahreswert: rd. 97 Mrd. EUR). Dabei hat sicher auch eine Rolle gespielt, dass es in den letzten Monaten nur zu vereinzelt Ratingverschlechterungen kam², die weniger durch zunehmende Risiken bei den Deckungswerten, sondern die Herabstufung des Länder- bzw. Emittenten-Ratings begründet waren. Ein bedeutenderer Faktor waren jedoch die kanadischen und französischen Covered-Bond-Emissionen im März und April.

¹ [Siehe Primärmarkt-Update EUR Benchmark-Bankanleihen](#) vom 3. Juli 2020

² [Siehe Corona-News: Ausgewählte Ratingnachrichten](#)

Covered Bonds: Wenig Platzierungsaktivität ab Mai

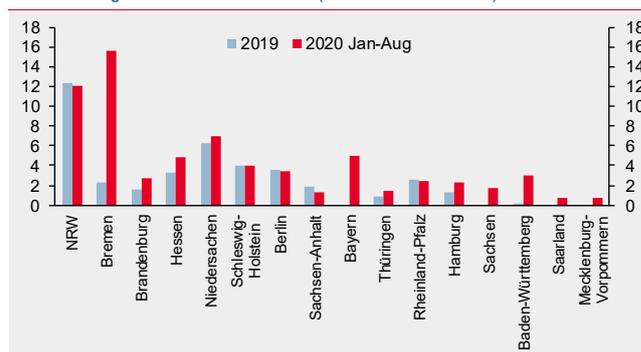
Öffentliche Emissionstätigkeit nach Monaten (Volumen in Mrd. EUR)



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Bundesländer bislang sehr aktiv

Emissionstätigkeit nach Bundesländern (Volumen in Mrd. EUR)



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die deutschen **Bundesländer** waren am Primärmarkt bis Ende August sehr aktiv. Mit rund 69 Mrd. EUR fiel das EUR-Emissionsvolumen mehr als doppelt so hoch aus als im Vorjahr (32 Mrd. EUR). Besonders eifrig zeigten sich neben den Großemittenten Nordrhein-Westfalen und Niedersachsen die Länder Hessen und Brandenburg. Beachtlich ist zudem, dass sich Bundesländer wie Bayern, Baden-Württemberg und Sachsen 2020 erstmalig bzw. deutlich stärker mit festverzinslichen Anleihen über den Kapitalmarkt finanzierten als zuvor. Den Bundesländern erteilen die Ratingagenturen unverändert zumeist die Höchstnote AAA. Vereinzelt liegen die Zweit- oder Drittratings ein bis zwei Stufen darunter. So tragen Hessen, Sachsen-Anhalt und nach jüngster Abstufung auch Baden-Württemberg ein AA+-Rating von S&P, während die Agentur NRW mit einem AA ausstattet.

Dynamischer Jahresausklang zu erwarten

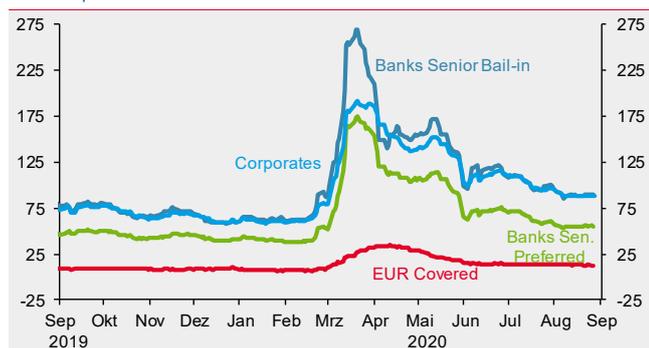
Der unverändert hohe Kapitalbedarf für fiskalpolitische Maßnahmen, eine weiterhin rege Nachfrage der Zentralbanken, regulatorische Vorgaben sowie anhaltend günstige Refinanzierungskosten lassen am Primärmarkt einen munteren Jahresausklang erwarten. Besonderes Augenmerk werden die Anleger auf den geplanten Auftritt der EU lenken. Zudem dürfte ein wachsendes Interesse an Instrumenten zu beobachten sein, die mit Nachhaltigkeitskomponenten ausgestattet sind.

Corporates: Liquidität und Bonität im Fokus

Zwar haben viele Unternehmen bereits recht früh in der Corona-Krise mit einer vorsorglichen Liquiditätsversorgung begonnen. Zudem dürften sich die Risikoprämien der Corporate Bonds trotz der jüngsten Erholung in den kommenden Monaten weiterhin über den zu Jahresbeginn beobachtbaren Werten bewegen. In der Summe bleiben die Refinanzierungskosten für die Emittenten aber aufgrund der niedrigen Basiszinsen außerordentlich günstig. Mit dem Wiederanfahren der EZB-Ankäufe - im Schnitt erwirbt die Zentralbank gegenwärtig allein im Rahmen des CSPP mehr als 5 Mrd. EUR pro Monat, hinzu kommen die Ankäufe des PEPP - sollte zudem die Nachfrage nach Neuemissionen in den verbleibenden vier Monaten des Jahres solide bleiben. Wir rechnen daher damit, dass im September nach einem ungewöhnlich schwachen August der Startschuss für den saisonal üblichen Jahresendspurt fällt. Dann dürfte auch erneut eine größere Anzahl von Unternehmen die niedrigen Finanzierungskosten für die Platzierung von Hybridanleihen nutzen. Aufgrund der der anteiligen Eigenkapitalzurechnung dieser Instrumente können die Emittenten so ihr Bonitätsprofil in schwierigen Zeiten festigen. Erreichen die Emissionen zumindest die durchschnittliche Größenordnung der letzten 12 Jahre, könnte der Primärmarkt für Corporate Bonds das Jahr sogar mit einem Spitzenwert beenden. Weiterhin auf Wachstum programmiert ist das Nachhaltigkeits-Segment. Hier machten in der Vergangenheit vor allem französische Unternehmen und Versorger von sich reden. Wie der jüngst gegebene erste Green Bond von Daimler zeigt, gewinnt die Entwicklung derzeit jedoch sowohl regional als auch sektoral an Breite.

Risikoprämien auf Erholungskurs

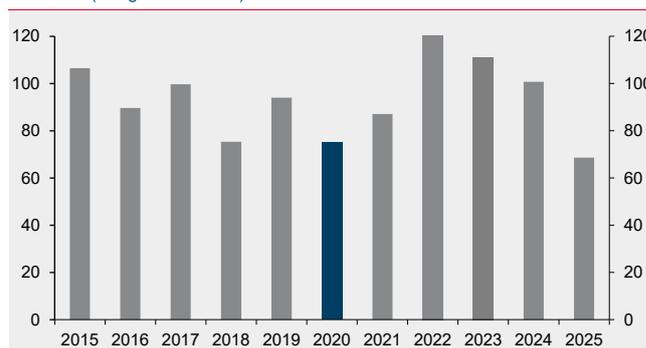
ASW in Bp.



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Bankanleihen: 2021 wieder höhere Fälligkeiten

Mrd. EUR (Fälligkeitsvolumen)*

* erstrangig unbesicherte Bankanleihen im EUR Benchmark-Format mit fixem Kupon
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Bankanleihen: Regulierung gibt den Ton an

Der Primärmarkt für erstrangig unbesicherte Bankanleihen hatte mit einem Emissionsvolumen von rund 7 Mrd. EUR im August einen unverändert trägen Start ins zweite Halbjahr. Unsicherheiten über den weiteren Pandemieverlauf und die auslaufende Sommerpause prägen derzeit noch das Bild. Wir rechnen jedoch mit einer Belebung in den nächsten Wochen, wenn auch ohne Rückkehr zu den Spitzenwerten vor Ausbruch der Pandemie. Im Gesamtjahr 2020 könnte das Emissionsvolumen gemäß unserer Schätzung mit mehr als 100 Mrd. EUR ein solides Niveau erreichen; die Rekord-Marke des Jahres 2019 von 149 Mrd. EUR dürfte allerdings außer Reichweite bleiben.

Die Emissionstätigkeit dürfte u.E. im weiteren Jahresverlauf weniger durch einen zunehmenden Funding-Bedarf der Häuser bestimmt sein, zumal die EZB über ihr Refinanzierungsprogramm TLTRO umfangreiche Mittel zur Verfügung stellt. Ferner sind die Fälligkeiten dieses Jahr mit 75 Mrd. EUR relativ gering (Vorjahr rund 95 Mrd. EUR). Vielmehr wird der Primärmarkt für Senior-Unsecured-Bankanleihen weiterhin vor allem durch regulatorische Rahmensetzungen beeinflusst: Wir gehen davon aus, dass die Institute ihre Non-preferred-Emissionen fortsetzen werden, um ihre regulatorischen Mindestquoten zu erfüllen. Angesichts der in den Kreditportfolien zu erwartenden negativen Rating-Migrationen könnten die Risikogewichte zusätzlich steigen, so dass die Kapitalanforderungen im Trend zunehmen. Hierzu dürften auch weltweit nach und nach auslaufende Kreditstundungen beitragen. Zudem gehen wir davon aus, dass die Häuser Stärke demonstrieren wollen und die regulatorischen Kapitalerleichterungen der Aufsichtsbehörden nicht in Anspruch nehmen. Insgesamt bleibt die Emissionstätigkeit gemäß unserer Erwartung von der Strategie geprägt, günstige Marktfenster zum Pre-Funding zu nutzen: Zum einen steigen die Fälligkeiten 2021 wieder, zum anderen bleibt die Unsicherheit über den weiteren Pandemieverlauf und wieder aufflammende Liquiditätsengpässe im Unternehmenssektor sehr hoch. Daneben dürfte das große Interesse der Investoren an grünen und sozialen Anlageprodukten von den Emittenten weiterhin genutzt werden. Als Hauptrisiko für unseren Ausblick sehen wir einen unerwartet hohen Anstieg der Kreditrisikokosten im 3. Quartal an – neben einem Rückschlag bei der Bekämpfung der Pandemie.

TLTRO 2020/21: Gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte der EZB

Übersicht

	Abwicklung	Fälligkeit	Zugeweiteter Betrag (Mrd. EUR)	Ausstehender Betrag (Mrd. EUR)
TLTRO-III.3	25.03.2020	29.03.2023	115,0	115,0
TLTRO	21.05.2020	30.09.2021	0,9	0,9
TLTRO	24.06.2020	30.09.2021	15,6	15,6
TLTRO-III.4	24.06.2020	28.06.2023	1.308,4	1.308,4
TLTRO	25.06.2020	01.10.2020	1,3	1,3
TLTRO	30.07.2020	29.10.2020	0,2	0,2
TLTRO	06.08.2020	30.09.2021	5,7	5,7
TLTRO	27.08.2020	26.11.2020	0,3	0,3
TLTRO-III.5	30.09.2020	27.09.2023	.	.
TLTRO-III.6	16.12.2020	20.12.2023	.	.
TLTRO-III.7	24.03.2021	27.03.2024	.	.

Quellen: Deutsche Bundesbank Eurosystem, EZB Eurosystem, Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Covered Bonds: EZB lässt wenig für Investoren übrig

Die regulatorisch motivierte vorrangige Begebung von Senior Non-Preferred-Papieren sowie die attraktiven Finanzierungsalternativen über TLTRO-Programme dürften sich auch in einem eingeschränkten Emissionsvolumen gedeckter Papiere niederschlagen. Für die kommenden Herbst- und Wintermonate gehen wir dennoch von einem monatlichen Covered Bond-Angebot von ca. 3-4 Mrd. EUR aus. So ist es Banken nur begrenzt möglich, an dem Angebot der EZB teilzuhaben, da die Zuteilungen u.a. an das Kreditgeschäft mit Unternehmenskunden gekoppelt sind. Emittenten, die vor allem Wohnimmobilienkredite finanzieren, können ihre Pfandbriefe dagegen zwar einreichen; die Höhe der möglichen TLTRO III-Ziehung ist in diesen Fällen jedoch geringer und die Refinanzierungsvorteile fallen weniger gravierend aus, insbesondere bei Einrechnung des Prolongationsrisikos. Pfandbriefemissionen am Kapitalmarkt können daher für die Kreditinstitute in Einzelfällen durchaus einen Mehrwert bringen, besonders dann, wenn dadurch die Refinanzierungsbasis weiter diversifiziert wird. Die ein oder andere grüne Emissionen dürfte zudem die öffentlichen Platzierungen noch bereichern. Per saldo können wir uns gut vorstellen, dass sich neben Namen aus Drittländern insbesondere französische Emittenten (Société de financement de l'habitat), nordische Spezialinstitute, aber vielleicht auch einige kleinere Häuser, wie die Ärzte- und Apothekerbank oder die Österreicher HYPO NOE und BAWAG am Markt zeigen werden. Spanische, italienische, griechische und portugiesische Covered-Bond-Emissionen erwarten wir aufgrund der für sie vergleichsweise unattraktiven Marktkonditionen und ihrer Aufstellung als Universalbanken eher nicht. Nach unseren Berechnungen ergäbe sich daher mit Blick auf die noch in diesem Jahr anstehenden Fälligkeiten von rund 50 Mrd. EUR ein potenzielles Netto-Emissionsvolumen von etwa 12-15 Mrd. EUR.

Die Spreads sollten u.E. durch das geringe Angebot und die Käufe der EZB gut unterstützt bleiben. Im Schnitt erwarb die Zentralbank bis jetzt allein im Rahmen des CBPP3 bis auf den Juli mehr als 3 Mrd. EUR pro Monat. Wir gehen davon aus, dass dieser Betrag sich in den Herbstmonaten noch erhöht, da im Oktober und im November im EZB-Portfolio hohe Covered-Bond-Fälligkeiten von 6,6 Mrd. EUR und 5,3 Mrd. EUR anstehen.

Bundesländer: Nachtragshaushalte erhöhen Kapitalbedarf

Zu den wichtigsten Emittenten werden in den kommenden Monaten die Bundesländer zählen. Im Mittelpunkt stehen hier insbesondere Nordrhein-Westfalen (NRW), Niedersachsen, Hessen, Berlin, Baden-Württemberg und Hamburg, da sie die höchste absolute Verschuldung aufweisen und sich zum Teil überdurchschnittlich stark über Anleihen finanzieren. Daneben dürfte der Freistaat Sachsen seine Präsenz am Kapitalmarkt ausbauen.

Schulden-Ranking der Bundesländer

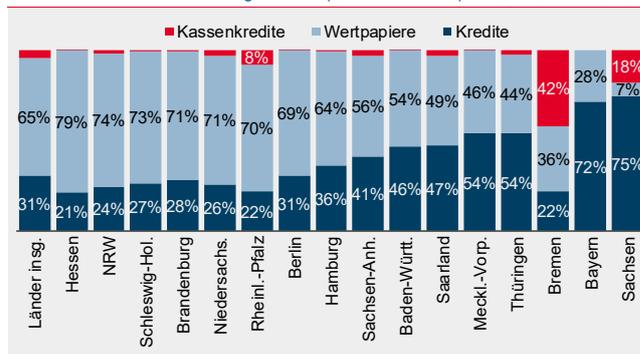
Verschuldung der Landeshaushalte in Mio. €, 1. Quartal 2020 (Gesamthaushalt)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Helaba Volkswirtschaft/Research

Kapitalmarktorientierung der Länder variiert stark

Länderhaushalte: Verschuldungsstruktur (Gesamthaushalt) in %, 1. Quartal 2020

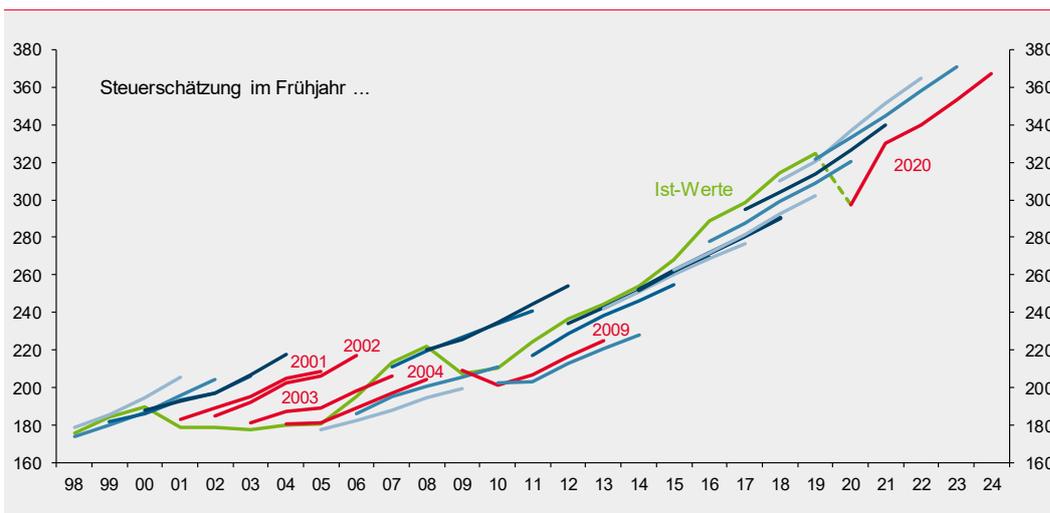


Quellen: Statistisches Bundesamt, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die im Frühjahr durchgeführte Steuerschätzung lieferte in der Vergangenheit zumeist zutreffende Ergebnisse für das jeweils laufende Jahr – dies gilt auch für Krisenzeiten. In diesem Jahr kam die Kommission zu der Einschätzung, dass dem Bund 2020 rund 85 Mrd. EUR weniger zur Verfügung stehen als im Vorjahr. Bei den Ländern summieren sich die Mindereinnahmen demnach auf mehr als 27 Mrd. EUR. Aufgrund der hohen Unsicherheit hat das Gremium am 10. September einen zusätzlichen Termin für eine Interimsschätzung vorgesehen, um eine aktualisierte Basis für den Entwurf des Bundeshaushalts zu ermitteln. Anfang November findet dann die reguläre zweite Schätzung statt.

Steuerschätzung und -entwicklung: Zumeist zutreffende Prognose fürs laufende Jahr

Länder: in Mrd. €



Quellen: Bundesfinanzministerium, Helaba Volkswirtschaft/Research

Zu dem starken Rückgang der Steuereinnahmen kommt der erhöhte Mittelbedarf, um die Wirtschaft und die Sozialsysteme in der Corona-Krise und danach zu unterstützen. Insgesamt hat dies zu Nachtragshaushalten in allen Bundesländern geführt, die eine höhere Kreditemächtigung enthalten als zuvor geplant. Die vielfach geplanten Rückführungen der Verschuldung sind aufgegeben worden, mithin werden 2020 auch die Verschuldungskennzahlen steigen.

In **Nordrhein-Westfalen** wurde, wie in einigen anderen Bundesländern auch, inzwischen ein zweiter Nachtragshaushalt beschlossen, der ein „Sondervermögen zur Finanzierung der direkten und indirekten Folgen der Bewältigung der Corona-Krise“ von bis zu 25 Mrd. EUR vorsieht. Die Tilgungsfrist der darin auflaufenden Schulden ist auf bis zu 50 Jahre festgelegt worden. Die Emissionstätigkeit des Landes dürfte sich im Gesamtjahr 2020 somit auf über 25 Mrd. EUR belaufen, wovon 22,35 Mrd. EUR bereits begeben wurden. Ursprünglich waren rund 15 Mrd. EUR geplant, was den Fälligkeiten des Jahres entsprochen hätte.

Niedersachsen plant in diesem Jahr nunmehr mit einem Fehlbetrag von 9 Mrd. EUR. Die Bruttoschuldenaufnahme über Schuldverschreibungen beläuft sich daher auf rund 16 Mrd. EUR, wovon 10,5 Mrd. EUR bereits am Kapitalmarkt eingesammelt wurden. Bis Dezember sollen weitere Wertpapiere im Umfang von 2,3 Mrd. EUR an den Markt gebracht werden, weitere Emissionen kommen im Jahr 2021.

In **Hessen** beläuft sich die im Nachtragshaushalt beschlossene zusätzliche Schuldenaufnahme auf 2 Mrd. EUR. Im bisherigen Jahresverlauf wurden vom angedachten Gesamtvolumen bereits rund 67 % aufgenommen. In **Baden-Württemberg** wurden dagegen erst 60 % der geplanten Schuldtitel von insgesamt 7,5 Mrd. EUR bei Investoren untergebracht. Aktiv am Kapitalmarkt vertreten war heuer auch das Land **Sachsen** mit einer Wertpapierausgabe über 1 Mrd. EUR. Insgesamt verfügt der Freistaat über einen Finanzierungsrahmen für das Corona-Sondervermögen von bis zu 6 Mrd. EUR, der bis 2022 gültig ist.

Emissionstätigkeit ausgewählter Bundesländer

Mrd. EUR

Länder	Brutto 2020 (e)*	Emissionen, ytd	bis Ende 2020 (e)*
Nordrhein-Westfalen	25,5	22,4	3,1
Niedersachsen	16,1	10,5	2,3
Berlin	ca. 9,0	5,2	3,0-5,0
Baden-Württemberg	7,5	4,5	3,0
Hessen	9,9	6,7	3,3
Hamburg	5,1	3,1	2,0
Sachsen	ca. 3,0	1,0	1,0-2,0

*e = eigene Schätzung; Quellen: Finanzministerien der Länder, Helaba Volkswirtschaft/Research

Der Finanzierungsfortschritt in **Hamburg** liegt bei rund 61 %. Geplant sind Emissionen im Gesamtvolumen von 5,1 Mrd. EUR, sodass für die verbleibenden Monate des Jahres noch 2 Mrd. EUR durch die Wertpapierausgabe gedeckt werden müssen. Auch **Berlin** hat einen erhöhten Finanzierungsbedarf und plant bis Ende 2020 noch Mittelaufnahmen im Umfang von 3 bis 5 Mrd. EUR.

Allen Kreditemächtigungen liegen die letzten Steuerschätzungen zugrunde. In den Finanzministerien wird jedoch die ungewöhnlich hohe Unsicherheit aufgrund der Corona-Krise betont, sodass vermutlich erst mit den Ausblicken im Herbst klarer werden sollte, ob die Emissionspläne ausreichend dimensioniert sind oder Anpassungen – nach oben oder unten - vorgenommen werden müssen.

Europäische Union: Ein neuer Big Player am Markt

Der Markt für EU-Anleihen wird das größte Wachstumssegment der kommenden Jahre sein. Schon bisher ist die EU, ungeachtet der Europäischen Investitionsbank EIB, als eigener Emittent am Kapitalmarkt aktiv. Drei unterschiedliche Emissionsreihen sind dabei zu nennen: EFSM, MFA (Macro-Financial Assistance) und BoP (Balance of Payments Programme). Sowohl bei der Emissionstätigkeit als auch beim Bestand dominiert bisher der EFSM. Auf das Konto des Stabilitätsmechanismus gehen 90 % bzw. 46,8 Mrd. EUR der ausstehenden 52,0 Mrd. EUR.

Aufgrund des Brexits ist ein neues Emissionsrahmenwerk (DIP) ins Leben gerufen worden. Fortan wird die EU-Kommission nun im Auftrag der EU Anleihen zur Finanzierung der verschiedenen Ausgabenkategorien begeben. Alle EU-Anleihen werden daher zukünftig unter luxemburgischem Recht begeben und an der Börse in Luxemburg gelistet.

Der Kreditbedarf der Europäischen Union wurde durch den Ratsbeschluss zur Unterstützung von Kurzarbeiterregelungen in der EU (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency; SURE) im Frühjahr zunächst noch in begrenztem Umfang ausgeweitet. Einer erheblichen Aufstockung der Aktivitäten im Rahmen der Mehrjährigen Finanzplanung (MFF) und der Auflegung des Wiederaufbaufonds (NGEU) wurde dann im Sommer zugestimmt. Allein das SURE-Programm erfordert EU-Mittelaufnahmen am Kapitalmarkt im Volumen von bis zu 100 Mrd. EUR, wovon 20 bis 40 Mrd. EUR noch in diesem Jahr anstehen könnten. Die Platzierung soll im September beginnen. In den kommenden Jahren dürften jährlich EU-Bonds im einem bislang nicht gekannten Umfang mehrerer hundert Mrd. EUR aufgelegt werden.

Bisherige Emissionspläne Makulatur

EU-Emissionsvolumen historisch und bisher geplant, in Mrd. EUR



Quellen: EU, Helaba Volkswirtschaft/Research

Bei der Deckung des Kapitalbedarfs kann der Staatenbund auf ein sehr gutes Rating verweisen. Von den Ratingagenturen wird die EU, mit Ausnahme von S&P, mit der Höchstnote ausgezeichnet. Zwar stehen hinter der EU ab 1.1.2021 27 Mitgliedstaaten, von denen nur einige wenige selbst ein ‚AAA‘-Rating tragen. Gleichwohl sind alle EU-Länder per Gesetz verpflichtet, den EU-Haushalt ausreichend mit Mitteln zu versorgen. Dies wird insbesondere über Beiträge, aber auch über Zölle, Anteile an Steuern oder Abgaben auf bestimmte Produkte dargestellt. In Zukunft plant die EU neue eigene Einnahmequellen, wie eine Plastikabgabe, eine Digitalsteuer und zusätzliche Zölle. Diese Aussichten nahm S&P jüngst zum Anlass, den Ratingausblick auf ‚AA‘ positiv zu ändern.

NGEU mit hohem Funding-Bedarf

Bestimmend für den künftigen Finanzierungsbedarf wird der Next-Generation-EU-Fonds sein. In Deutschland wird er auch als Wiederaufbaufonds bezeichnet, was irreführend sein kann, denn unter dieser Bezeichnung wird eine Vielzahl von Programmen zusammengefasst. Der größte Bestandteil ist die RRF (Recovery and Resilience Facility) mit 672,5 Mrd. EUR, gefolgt von ReactEU mit 47,5 Mrd. EUR und restlichen Aktivitäten mit einem Volumen von zusammen 30 Mrd. EUR. Insgesamt ist der Fonds 750 Mrd. EUR schwer, von denen 390 Mrd. EUR als Beihilfen vergeben werden sollen und 360 Mrd. EUR als Kredite.

Die nicht zurückzuzahlenden Beihilfen orientieren sich unter anderem an der Bevölkerungszahl, dem Pro-Kopf-BIP und der durchschnittlichen Arbeitslosigkeit der Jahre 2015-19, sodass Italien, Spanien, Frankreich und Polen wohl die größten Empfänger sein werden, gefolgt von Deutschland. Als mögliche Profiteure sind auch Griechenland, Rumänien und Portugal zu nennen, die jeweils mit zweistelligen Milliarden-Beträgen rechnen können. Die Rückzahlung der dafür aufgenommenen Schulden soll bis Ende 2058 aus dem EU-Haushalt erfolgen.

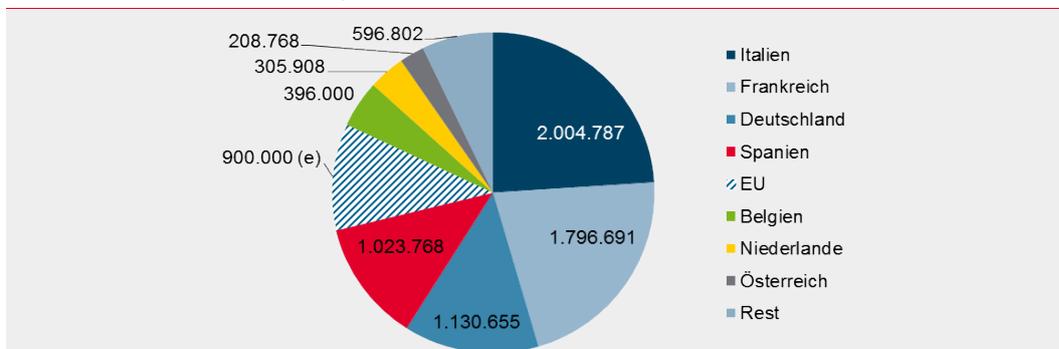
Die an die Nationalstaaten vergebenen Kredite müssen dagegen von diesen selbst getilgt werden. Allerdings ist nicht davon auszugehen, dass die EU Kredite und Beihilfen back-to-back finanziert. Dies war zwar in der Vergangenheit das übliche Vorgehen; mit der Verlängerung der EFSM-Kredite an Irland und Portugal wurde dieses Prinzip aber aufgegeben. Auch im Hinblick auf die Beihilfen ist es wohl nicht durchzuhalten.

Es ist davon auszugehen, dass die Beihilfen zu 100 % abgerufen werden, während bei den Krediten auch eine geringere Inanspruchnahme möglich erscheint. Der NGEU-Refinanzierungsbedarf dürfte in den nächsten Jahren aber wohl über 600 Mrd. EUR liegen. Ein perspektivisch ausstehendes Volumen von möglicherweise mehr als 900 Mrd. EUR (NGEU: bis zu 750 Mrd.; SURE: bis zu 100 Mrd.; EFSM/MFA/BoP: aktuell 52 Mrd.) wird die EU als Emittent in wenigen Jahren auf den fünften Rang hinter Italien, Frankreich, Deutschland und Spanien katapultieren. Belgien mit rund 400 Mrd. EUR ausstehenden Anleihen dürfte mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit 2022 überrundet werden.

Da die EU also in kurzer Zeit in den Kreis der Großemittenten aufsteigt, ist zu erwarten, dass die Finanzierungsstrategie nicht nur von den zu gewährenden Hilfsmaßnahmen bestimmt wird, sondern auch Marktverhältnisse sowie die Bedürfnisse der Investoren in die Platzierungsüberlegungen einbezogen werden. So sind die Bedienung aller Laufzeitenbänder und eine zunächst anhaltende Rollierung der Schulden zu erwarten. Zudem soll ein nennenswerter Teil der Anleihen im Form von Nachhaltigkeitsbonds begeben werden.

EU zukünftig auf Platz fünf

Ausstehendes Volumen 2019 bzw. erwartet, in Mrd. EUR



Quellen: EU, Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

EU-Bonds wohl für breite Investorenkreise interessant

Insgesamt dürften die EU-Bonds für ein breites Spektrum von Investoren interessant werden, die sich auf ein vielfältiges Angebot an qualitativ hochwertigen Assets freuen können. Mit Blick auf die zu finanzierenden Maßnahmen werden sich wohl vor allem langfristig disponierende Anleger angesprochen fühlen, während Banken die LCR-Fähigkeit mit einem Risikogewicht von 0 % schätzen. Dass zumindest ein Teil der Anleihen mit ESG-Komponenten ausgestattet sein wird, spielt nachhaltig investierenden Anlegern in die Karten und sorgt für weitere Akzeptanz dieser Finanzierungsinstrumente sorgen.

Weitere Credit Specials:

Ertragsstabilität europäischer Corporates: Vorsicht vor Pauschalurteilen

24.07.2020

Europäische Bankanleihen: 2. Quartal 2020: Geldpolitik treibt Covered Bond-Emissionen auf neue Höhen

03.07.2020

European Corporates: Kaum zu bremsen

01.07.2020

Corporate Schuldscheinmarkt: Schuldscheine trotzen florierendem Bond-Markt

30.06.2020

Desaster oder Delle: Wie wirkt die Corona-Krise auf die Cashflows der Unternehmen?

24.06.2020

Europäische Banken: COVID-19 erhöht Kredit-Risikovorsorge drastisch

27.05.2020

Corporate Schuldscheindarlehen – ESG prägt den Markt nachhaltig

14.05.2020

Covered Bonds: Rückkehr zum Regelbetrieb ungewiss

05.05.2020

Schuldschein nur mit milden Corona-Symptomen

08.04.2020

EUR-Corporates: Emittenten hamstern Liquidität

03.04.2020

Europäische Bankanleihen: COVID-19 rückt Bilanzqualität in den Fokus

02.04.2020

Europäische Banken: EZB-Aufsicht legt mit weiteren Erleichterungen nach

24.03.2020

Europäische Banken: EZB mit Maßnahmen gegen Corona-Schock

13.03.2020

Covered Bonds: Credit-Komponente gewinnt wieder an Bedeutung

12.03.2020

Corporate Schuldscheinmarkt 2019 – Ausländische Newcomer punkten mit solider Bonität

29.01.2020

Europäische Bankanleihen 2020 – Riskantes Kreditwachstum bei Mager-Margen

12.03.2020

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. ■