Helaba

Im Fokus: SSAs & Financials

30. März 2023

Weekly Market Update

Primärmarktumfeld: Die kanadische CIBC brachte das Covered Bond-Segment in Gang. Insgesamt halten Zins- und Bankensorgen an. Das **Geschäftsklima in Deutschland** hellt sich weiter auf: Der ifo Geschäftsklimaindex stieg im März erneut auf 93,3 Punkten, nach 91,1 im Februar. Das Institut der Deutschen Wirtschaft (IW) rechnet für 2023 mit einer Stagflation.

Emissionsbarometer

SSAs



Im SSA-Segment nehmen die Emissionen wieder etwas mehr Fahrt auf, zumal die Risikoaversion der Marktteilnehmer zuletzt etwas nachgelassen hat. In den kommenden Wochen sollten SSAs als Safe Haven Assets gesucht bleiben.

Covered Bonds



Die Primärmarkt-Aktivitäten belebten sich in dieser Woche spürbar. Emittenten aus verschiedenen Jurisdiktionen, u.a. aus Kanada, Schweden, Japan, Australien, folgten auf die CICB, die am Montag den Re-Start initiierte. Emittenten aus Deutschland waren jedoch nicht dabei.

Senior Unsecured



Im Senior Unsecured Segment wagten sich nach den jüngsten Marktturbulenzen noch keine Emittenten wieder aus der Deckung. Sollte sich das zuletzt konstruktive Marktumfeld verfestigen, halten wir ab der kommenden Woche auch Senior Transaktionen wieder für möglich.

Risiko-Trendindikator: Leichte Stimmungsaufhellung erkennbar

Relative* ASW-Spread Veränderung

IBOXX EURO	1 Tag	1 Woche	4 Wochen	13 Wochen	52 Wochen	104 Wochen
Germany	0,11	-0,02	-0,41	-0,44	0,86	-0,90
European Union	-0,04	-0,15	0,00	0,27	2,25	2,68
Germany Covered	0,03	-0,01	0,21	0,29	1,01	1,16
EU Covered	0,01	-0,01	0,11	0,16	0,78	0,91
Banks senior preferred	-0,02	0,13	1,21	0,61	2,23	2,34
Banks senior bail-in (SNP)	-0,05	0,33	1,15	0,53	2,27	2,36
Banks subordinated	-0,07	0,29	1,26	0,89	2,22	2,62
Supranational	-0,01	-0,10	0,08	0,33	2,11	2,20
Agencies	0,05	0,00	-0,03	-0,30	0,83	0,11
Sub-Sovereigns Germany	0,00	-0,06	0,11	-0,08	-0,05	-0,33
Sub-Sovereigns	0,00	-0,09	0,18	0,08	1,07	0,84

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

Spreadausweitung | Spreadeinengung

*ASW-Level standardisiert und 2T-geglättet

Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Unser Risiko-Trendindikator zeigt, dass sich die Stimmung zuletzt etwas aufhellte und die Risikoaversion nachlässt. Allerdings erscheint es aus unserer Sicht ratsam die kurzfristige Entwicklung nicht zu hoch zu gewichten.



SSAs

Safe Haven-Assets bleiben derzeit erste Wahl. Dennoch fielen in den beiden Vorwochen die Primärmarktaktivitäten aus bekannten Gründen überschaubar aus. Aktuell belebt sich das Marktgeschehen zunehmend. Wie vermutet wartete die EU mit einem Tap des bis 2048 laufenden Bonds auf. Die auf 6 Mrd. EUR limitierte Aufstockung war mehr als 9-fach überzeichnet, so dass sich der finale Spread gegenüber der Vermarktung um 2 Bps. auf MS+68 einengte. Die NRW.Bank betrat mit einem 10-jährigen **Social Bond** erfolgreich (MS+3) die Bühne. Das Volumen von 1 Mrd. EUR wurde zu 60 % bei Investoren aus Deutschland platziert, 36 % gingen ins europäische Ausland. Auch das Land Berlin überquerte mit der Emission (1 Mrd. EUR, MS-7) eines 6-jährigen Benchmark Bonds problemlos die Ziellinie.

Ausblick: Die Aufnahmefähigkeit des SSA-Primärmarkt wurde zuletzt unter Beweis gestellt. Insofern dürfte sich die Emissionstätigkeit in den kommenden Wochen unvermindert fortsetzen.

€ SSA Emissionen in der Woche vom 27. März 2023

Kupon	Emittent	Rating (M/S&P/F)	Volumen in €	Tap	Fälligkeit	Begebungs-Spread zu Swaps	ESG	Begebung	Orderbuch	erste Spread-indikation
2,625%	EU	Aaa /AA+/AAA	6,000 Mrd.	✓	04.02.2048	ms +68 Bp	✓	28.03.2023	73,000 Mrd.	ms +70 area
2,875%	Berlin	Aa1/-/AAA	1,000 Mrd.		05.04.2029	ms -7 Bp		29.03.2023	1,200 Mrd.	ms - 7 area
2,875%	NRW.Bank	Aa1/AA/AAA	1,000 Mrd.		05.04.2033	ms +3 Bp		29.03.2023	1,200 Mrd.	ms +3 area
3,700%	Société du Grand Paris	Aa2 /-/AA	1,000 Mrd.		25.05.2053	FRTR +52 Bp		29.03.2023	1,800 Mrd.	FRTR +53 area
3,250%	Flemish Community	-/-/AA	1,250 Mrd.		05.04.2033	BGBs +41Bp		29.03.2023	3,500 Mrd.	BGBs +45 area
3,250%	Landwirtschaftliche Rentenbank	Aaa /AAA/AAA	0,500 Mrd.	✓	06.09.2030	ms-9 bp.		30.03.2023	0,500 Mrd.	ms - 9 area

Quellen: Bloomberg, Helaba DCM



Covered Bonds

Vor dem von der Canadian Imperial Commercial Bank (CIBC) initiierten Re-Start im Covered Bond-Segment stellte die Emission der **Cafill am 9. März die letzte Primärmarkt-Transaktion** dar, bevor der Zusammenbruch der Silicon Valley Bank für eine längere Pause sorgte. Die **CIBC** machte sich den Umstand, einziger Emittent am Montag zu sein, zunutze. Die Emission verlief trotz der Tatsache, dass der Bond im Vorfeld nicht vermarktet wurde, erfolgreich. Bei einem **Orderbuch von 1,8 Mrd. EUR** konnte der ursprüngliche Spread bei MS+35 auf MS+32 eingeengt werden. Ein größeres Tightening wäre möglich gewesen, der Emittent entschied sich jedoch den Deal hinsichtlich der Size zu optimieren. Letztendlich wurden 1,5 Mrd. EUR platziert. Die Transaktion zeigte, dass der Markt zurück ist und ermutigte am Dienstag die Bank of Montreal, ANZ Bank und die Stadshypotek Covered Bonds mit Laufzeiten von 3,25, 2 und 5 Jahren zu emittieren, Letztgenannte in einem grünen Format. Swedbank (5,25 Jahre, MS+18) und Westpac (2 Jahre, MS+15) folgten am Mittwoch. Allesamt sind die genannten Emissionen sehr gut gelaufen. Auch die **japanische Sumitomo Mitsui Trust Bank** war auf dem Primärmarkt aktiv. Der **struktu-**

> *„Im Einklang mit einer leichten Entspannung auf der Credit-Seite stabilsierte sich der Sekundärmarkt auf erhöhten Swap-Spread-Levels. Die zum Wochenauftakt in hoher Stückzahl geprinteten Neuemissionen wurden angesichts der gewählten Laufzeiten und NIP's gut aufgenommen. Dies kann als Indiz, dass der Covered Bond Markt als robust angesehen wird, gewertet werden. Insbesondere auch vor dem Hintergrund günstiger relativer Bewertungen gegenüber anderer Assetklassen. Am großen Bild hat sich jedoch nichts geändert und auch die Marktliquidität ist insgesamt noch nicht auf dem Niveau vor Ausbruch der SVB/Credit Suisse Turbulenzen."*
>
> *Einschätzungen aus dem Handelsraum der Helaba*

rierte Covered Bond mit einer 3-jährigen Laufzeit (500 Mio. EUR, WNG, Book über 820 Mio. EUR) lief ohne Probleme durch. Aufgrund der rein auf Verträgen beruhenden Ausgestaltung des Covereds musste die Emittentin für diese

Art von Covered Bond einen höheren Spread (MS+45), beispielsweise im Vergleich zu Australien, Kanada und insbesondere Europa akzeptieren. Die gedeckte Anleihe generierte eine gute Nachfrage und es zeigte sich, dass es trotz des zuletzt herausfordernden Marktumfelds möglich ist, auch „exotischere" Covereds an den Markt zu bringen. Covered Bonds aus dem **APAC-Raum** laufen in der Regel immer dann gut, wenn das Marktumfeld in Ordnung ist. Das vom Erfolg dieser Transaktion ausgehende, positive Signal könnte andere Emittenten animieren, ebenfalls an den Primärmarkt zurückzukehren.

Die allgemeine Marktvolatilität, die Zinsstrukturkurven und nicht zuletzt der nahende Quartalsultimo waren für den **Sekundärmarkt** keine Unterstützung. So bleiben längere Laufzeiten, auch in Ermangelung zuletzt fehlender Neuemissionen mit aktuellen Kupons tendenziell in der Defensive, insbesondere hinsichtlich der Umsätze. Insofern besteht die Herausforderung darin, belastbare Preispunkte zu definieren.

Ausblick: Emittenten aus Europa glänzten zuletzt durch Abwesenheit. Allerdings muss beachtet werden, dass aus diesem Region im laufenden Jahr bereits relativ fiel emittiert wurde. Auch das derzeit weitere Spread-Niveau dürfte für Zurückhaltung sorgen. Die Chancen für eine Rückkehr auf „Vorkrisen-Levels" stehen u.E. aber gut. Spätestens dann und nach Auslauf der Blackout-Perioden werden sich auch wieder Emittenten aus Core-Europe am Markt zeigen.

€ Covered Bond Emissionen in der Woche vom 27. März 2023

Kupon	Emittent	Rating (M/S&P/F)	Volumen in €	Tap	Fälligkeit	Begebungs-Spread zu Swaps	ESG	Begebung	Orderbuch	erste Spread-indikation
3,250%	Canadian Imperial Bank of Commerce	Aaa /-/AAA	1,500 Mrd.		31.03.2027	ms +33 Bp		27.03.2023	1,800 Mrd.	ms +35 area
3,437%	Australia and New Zealand Banking Group Ltd.	Aaa /-/AAA	1,500 Mrd.		04.04.2025	ms +15 Bp		28.03.2023	1,900 Mrd.	ms +18 area
3,375%	Bank of Montreal	Aaa /-/AAA	2,000 Mrd.		04.07.2026	ms +28 Bp		28.03.2023	2,400 Mrd.	ms +32 area
3,125%	Stadshypotek AB	Aaa /-/-	1,000 Mrd.		04.04.2028	ms +16 Bp	✓	28.03.2023	1,900 Mrd.	ms +20 area
3,125%	Swedbank Mortgage AB	Aaa /AAA/-	1,000 Mrd.		05.07.2028	ms +18 Bp		29.03.2023	1,600 Mrd.	ms +21area
3,629%	Sumitomo Mitsui Trust Bank	Aaa /-/-	0,500 Mrd.		06.04.2026	ms +45 Bp		29.03.2023	0,820 Mrd.	ms +50 area
3,457%	Westpac Banking Corporation	Aaa /-/AAA	1,250 Mrd.		04.04.2025	ms +15 Bp		29.03.2023	1,500 Mrd.	ms +15-17 (wpir)
t.b.d.	Korea Housing Finance Corporation	- /AAA/-	0,500 Mrd.		11.04.2027	ms +55 Bp		30.03.2023	0,575 Mrd.	ns +55 area

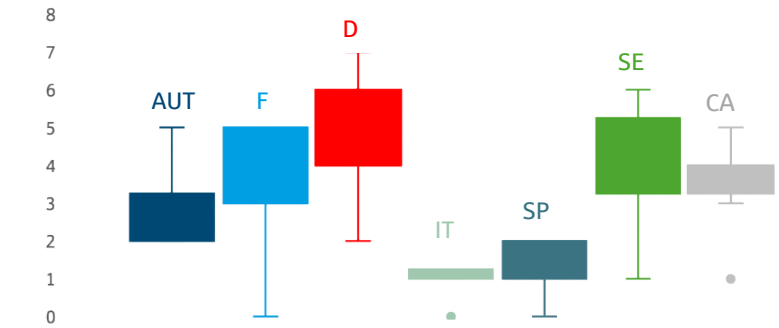
Quellen: Bloomberg, Helaba DCM

Chart of the Week

Überwiegend weisen Covered Bonds eine auskömmliche Überdeckung auf. Neben dieser Größe ist auch der Puffer zum Emittenten-Referenzrating ein sehr guter Qualitätsmaßstab. Wie die Grafik zeigt, verfügen Covered Bonds in den von uns ausgewählten Ländern überwiegend über mehrere Stufen an Rating-Puffer und bieten somit eine hohe Sicherheit. Covered Bonds aus Österreich, beispielsweise, zeichnen sich durch Puffer von mindestens 2 und maximal 5 Ratingstufen aus. Die Mehrheit der Covered Bond Programme weist jedoch einen Puffer von 2 oder 3 Ratingstufen (Box) auf.

Covered Bonds von hoher Ratingstabilität geprägt

Verteilung* der Ratingpuffer in ausgewählten Covered Bondmärkten



* Grafik zeigt den niedrigsten und den höchsten Ratingpuffer (Moody's) eines Landes. Die Box entspricht dem Bereich in dem die mittleren 50 % der Daten liegen.
Quellen: Moody's, Helaba Research & Advisory

Senior Unsecured

Der Primärmarkt für erstrangig unbesicherte Anleihen befindet sich weiterhin in Schockstarre. Allmählich scheinen jedoch die turbulenten Geschehnisse der letzten Woche verdaut zu werden (siehe unser Kommentar Europäische Banken: **Déjà vu im Krisenumfeld?** vom 27.3.2023).

Der Kassamarkt weist in der letzten Handelswoche ein sehr spezielles Bild auf, da die Vielzahl an schlechten News sowie Gerüchten um einige Banken in der Vorwoche zu einem Widening von 50-200 bps führte und auch eine deutliche Underperformance von mehreren Jurisdiktionen stattfand. Vor allem die Verwerfungen um die Deutsche Bank lasteten auf den Bonds anderer deutscher Institute und nahmen diese in Sippenhaft. Weitere eher als high beta einzustufende Banken wie z.B. SocGen weiteten ebenfalls sehr deutlich aus. Da sich die Lage während der vergangenen Handelstage zumindest etwas beruhigte, erfolgte bei vielen Emittenten eine schnelle Einengung.

Die auf dem Papier starke Wochenperformance vermittelt somit ein trügerisches Bild der Stärke nach erratischen Bewegungen im Wochenverlauf und einer großen Illiquidität am Markt. Mit zunehmender Beruhigung kommen die Themen wie **Inflation und Zinserhöhungen wieder in den Fokus**. Außerdem wird sich auch im Senior Financial Bereich der Primärmarkt allmählich wiederbeleben. Dieses Risiko ist den Marktteilnehmern sehr bewusst. Neue Anleihen müssen großzügige Emissionsprämien zahlen, und es sollte nicht zu viel neues Material in kurzer Zeit kommen, um eine Performance zu gewährleisten.

Ausblick: Angesichts hoher Fälligkeiten und strenger regulatorischer Anforderungen an das gesamte Bail-in Kapital sind die **Emissionspläne für dieses Jahr noch lange nicht umgesetzt**. Sollte sich das zuletzt konstruktive Marktumfeld verfestigen, halten wir ab der kommenden Woche auch Senior Transaktionen wieder für möglich.

> *„Nach den Turbulenzen um die US Regionalbanken, den Notverkauf der Credit Suisse und zuletzt die Gerüchte um die Deutsche Bank sind die Nervosität und Volatilität an den Märkten weiterhin sehr ausgeprägt. Die Aktienmärkte haben sich recht schnell von der negativen Stimmung und den Verlaufstiefs erholt, ebenso sind die Bund-Swap Spreads von den aktuellen Hochs zurückgekehrt. Die Credit Märkte agieren weiterhin angeschlagen. Die iTraxx Indizes konnten sich von den weiten Levels lösen, befinden sich allerdings noch immer auf deutlich höheren Levels als vor den Turbulenzen. Außerdem ist der Spread zwischen Main und Senior Financial noch auf „Krisenniveau". Die Kasse ist trotz Performance sehr träge und illiquide."*
>
> *Einschätzungen aus dem Handelsraum der Helaba*

€ Senior Prefered Emissionen in der Woche vom 27. März 2023

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

€ Senior Non-preferred Emissionen in der Woche vom 27. März 2023

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

28.3. Regulierungsbehörden sollten gemäß der EZB den CDS-Markt nach Bankenturbulenzen genauer unter die Lupe nehmen: Globale Finanzaufsichtsbehörden sollten Credit Default Swaps genauer unter die Lupe nehmen, nachdem relativ kleine Transaktionen auf dem Markt die Bankenturbulenzen der vergangenen Woche verstärkt haben, so die EZB-Aufsicht. Wie **Bloomberg** berichtet, haben die europäischen Aufsichtsbehörden versucht zu betonen, dass sie die Risiken genau im Auge behalten und dass ihre Banken auf einer solideren Grundlage stehen.

28.3. US-Banken und Einlagensicherung: Die US-Einlagensicherung erwägt hohe Sonderabgabe für Großbanken. (**Handelsblatt**)

28.3 (Dow Jones) Die Europäische Zentralbank (EZB) sieht ihre eigene Bilanz von Klimarisiken beeinflusst und will Vorkehrungen zu deren Begrenzung treffen. Wie die EZB im Ergebnis eines Klimastresstests mitteilte, will sie den Klimawandel in ihre eigenen Risikobewertungs- und Vorsorgemodelle integrieren und "im Laufe der Zeit finanzielle Puffer aufbauen". Geprüft wurden im aktuellen Stresstest die von Unternehmensanleihen, Covered Bonds, ABS und besicherten Krediten (Collateralised credit operations) ausgehenden Klimarisiken, wobei sich Unternehmensanleihen als die Hauptträger solcher Risiken erwiesen. Die EZB prüfte wie schon beim Klimastresstest der Banken 2022 die sogenannten physischen Risiken des Klimawandels und die vom Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft ausgehenden Risiken.

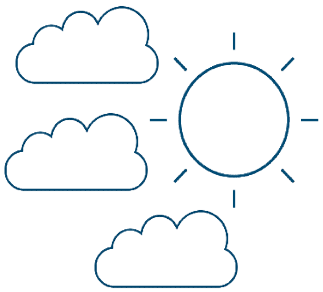
24.3. EU-Einlagensicherung: Die Europäische Zentralbank versicherte den Staats- und Regierungschefs der EU, dass die Banken der Eurozone sicher seien, forderte sie aber auf, ein EU-Einlagensicherungssystem voranzutreiben, wie Beamte laut **Reuters** sagten. EZB-Chefin Christine Lagarde forderte eine Kapitalmarktunion in Europa, um einen besseren Zugang zu Finanzmitteln zu ermöglichen, da die Unternehmen bei "grünen" Technologien zur Bekämpfung des Klimawandels mit China und den USA konkurrieren müssen.

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

E-STOXX 600 Banke	144	-2,51%	-13,63%	iBoxx€Cov. Germany	6,9	0,4	0,0	iTraxx Senior Financial	106,4	1,3	18,5
10J-Rendite	2,31	-0,02	-0,41	iBoxx€Cov. Bonds	20,3	0,5	0,6	iBoxx€Supranational	17,9	-0,76	-0,65
Swap 10J	2,99	-0,01	-0,29	iBoxx€Banks PS	95,3	6,4	26,5	iBoxx€Agencies	-1,2	0,31	-2,26
iBoxx€Germany	-51,72	1,16	-7,63	iBoxx Banks NPS	138,4	13,8	33,6	iBoxx€Sub-Sov. Germany	9,2	-0,47	0,14
iBoxx€EU	23,23	-1,55	-1,51	iBoxx Banks Subordinated	233,9	25,7	57,2	iBoxx€Sub-Sovereign	26,4	-0,53	0,47

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

Freizeittipp für's Wochenende: Schokoladenmuseum in Köln



Im Museum gibt es nicht nur die Geschichte, sondern auch leckere Kost proben der beliebten Süßigkeit zu erleben. Das Schokoladenmuseum widmet sich ganz der süßen Sünde und erklärt seinen Besuchern die gesamte Geschichte, angefangen bei der „Götterspeise" der Azteken bis hin zum modernen Industrieprodukt.

Zu den Höhepunkten der Ausstellung zählt ein begehbares Tropenhaus mit Kakaobaum und tropischem Klima sowie eine gläserne Schokoladenfabrik, die kleine Schokoladentafeln produziert. Und damit Besucher Schokolade im Kölner Schokoladenmuseum mit allen Sinnen erleben können, gibt es zwischendurch auch immer wieder kleine Kostproben.

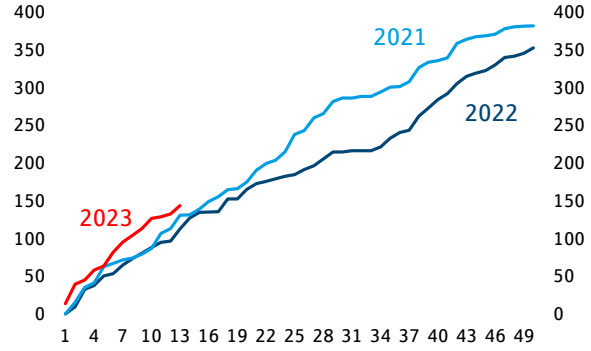
Weitere Informationen:
Schokoladenmuseum Köln

Haben Sie Ideen für Freizeittipps? Gerne nehmen wir Ihre Anregungen unter **research@helaba.de** entgegen.
Quelle: https://www.nrw-tourismus.de/a-schokoladenmuseum

Chartbook SSAs, Covered Bonds, Senior Unsecured

SSAs: Emissionen

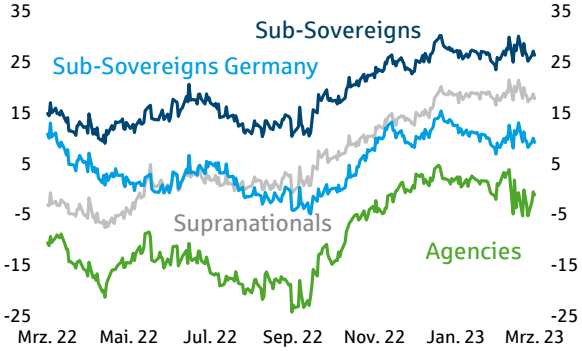
EUR-Benchmark-Emissionsvolumen kumuliert nach Wochen, Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

SSAs: Spreadentwicklung

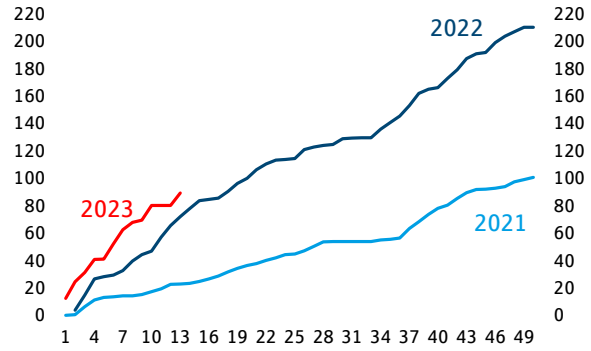
ASW-Spread in Bp.



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Covered Bonds: Emissionen

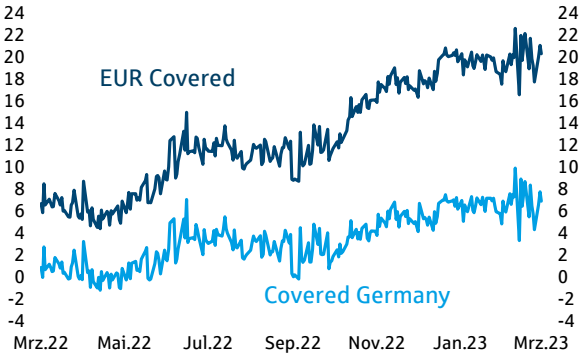
EUR-Benchmark-Emissionsvolumen kumuliert nach Wochen, Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Covered Bonds: Spreadentwicklung

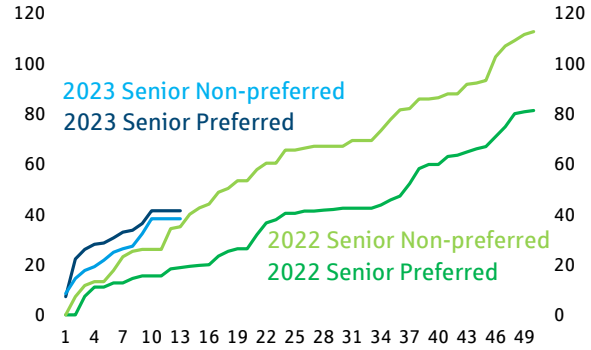
ASW-Spread in Bp.



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Senior Unsecured: Emissionen

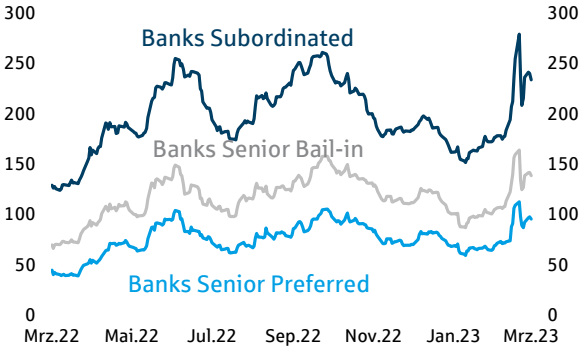
EUR-Benchmark-Emissionsvolumen kumuliert nach Wochen, Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Senior Unsecured: Spreadentwicklung

ASW-Spread in Bp.



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Neues von Research & Advisory

- → Wochenausblick
- → Im Fokus Credits: Europäische Banken: Déjà vu im Krisenumfeld?
- → Märkte und Trends: März
- → Märkte und Trends: März (Video)
- → Im Fokus: Gold
- → Im Fokus: Aktien
- → Im Fokus: Zinsen
- → Im Fokus Credits: Social und Sustainability Bonds: ICMA-Leitlinien - Die Kür macht den Unterschied
- → Im Fokus: Corporate SSD (Video)
- → Im Fokus Credits: Corporate Schuldschein-Wachsende Vielfalt schafft neue Handlungsoptionen
- → Im Fokus Länder: Österreich – konjunkturelle Rutschpartie
- → Im Fokus: Europäische Banken: Mit Zuversicht ins Jahr 2023
- → Primärmarkt update EUR Benchmark Bankanleihen

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:
Sabrina Miehs
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 24
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/