Helaba

Im Fokus: SSAs & Financials

28. März 2024

Weekly Market Update

Primärmarktumfeld: Der DAX setzt seine Rekordjagt fort. Die Aktienvolatilität bleibt auf sehr niedrigem Niveau. Laut Waller von der Fed müssen die Leitzinsen möglicherweise länger als erwartet stabil gehalten werden und es besteht keine Eile für Zinssenkungen. Die Primärmarktaktivitäten sind aufgrund der Osterfeiertage sehr gering.

Emissionsbarometer

SSAs



Nur 2 Emittenten nutzten in dieser Woche das ruhige, aber weiterhin konstruktive Umfeld. Die Emissionen der KfW und der BNG Bank waren mehrfach überzeichnet. Im April dürften wieder deutlich mehr Projekte umgesetzt werden.

Covered Bonds



In dieser Woche wurden keine Emissionen platziert. Die Osterfeiertage, das Quartalsende und die urlaubsbedingte Abwesenheit vieler Marktteilnehmer dürften dazu beigetragen haben. Für die kommende Woche wird von uns ein ähnliches Bild erwartet, mit einer geringen Chance auf etwas mehr Aktivität.

Senior Unsecured



Die Osterpause sorgte diese Woche für wenig Aktivität. Lediglich zwei Senior Transaktionen im Gesamtvolumen von 1,3 Mrd. EUR waren seit Montag zu beobachten. Beide Deals waren allerdings stark überzeichnet und stellten somit die sehr konstruktive Verfassung des Marktumfeldes erneut unter Beweis.

Risiko-Trendindikator: Phase der Stimmungsaufhellung vorbei?

Relative* ASW-Spread Veränderung

IBOXX EURO	1 Tag	1 Woche	4 Wochen	13 Wochen	52 Wochen	104 Wochen
Germany	-0,02	-0,11	0,24	1,04	2,41	3,36
European Union	0,03	0,05	0,10	0,40	1,06	2,74
Germany Covered	-0,01	-0,04	-0,10	0,68	2,32	2,97
EU Covered	-0,02	-0,07	-0,15	0,13	1,44	2,81
Banks senior preferred	0,00	0,01	-0,24	-0,58	-0,96	1,21
Banks senior bail-in (SNP)	0,00	0,00	-0,21	-0,74	-1,53	0,78
Banks subordinated	0,00	0,02	-0,17	-0,44	-1,90	0,57
Supranational	0,03	0,05	0,13	0,46	1,18	2,87
Agencies	0,04	0,11	0,18	0,65	2,10	3,17
Sub-Sovereigns Germany	0,02	0,04	0,11	0,32	0,93	0,81
Sub-Sovereigns	0,04	0,08	0,21	0,43	1,16	2,10

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

Spreadausweitung* | Spreadeinengung*

*ASW-Level standardisiert und 2T-geglättet

Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

In unserer Heatmap, die in der Vorwoche von der Farbe Grün dominiert war, wechselt das Farbenspiel ins Negative. Ob dies ein vorübergehendes Phänomen ist, bleibt abzuwarten.



SSAs

Das Muster fehlender Primärmarkttransaktionen zu Wochenbeginn wiederholt sich sukzessive, so auch an diesem Montag. Die **KfW** hat am Dienstag erfolgreich eine 5-jährige Benchmark-Anleihe im Volumen von 5 Mrd. EUR begeben. Die Emission war 3,8-fach überzeichnet, und der finale Spread engte sich gegenüber der Vorgabe um 2 Bp. auf MS+ 3 Bp. ein. Am Mittwoch komplettierte die niederländische **BNG Bank** mit einem 5-jährigen **Sozial-Bond** (1,75 Mrd. EUR) das erwartet geringe Angebot dieser Woche. Die Emission ging mit einem Orderbuch von 2,9 Mrd. EUR problemlos über die Ziellinie. Der letztendlich festgelegte Spread von MS +13 war um 2 Bp. enger als bei der Vermarktung. Darüber hinaus haben die bevorstehenden Osterfeiertage das Primärmarktgeschäft erwartungsgemäß deutlich dezimiert.

Ausblick: Die anstehenden Osterfeiertage und das Quartalsende schrenken das Primärmarktgeschehen deutlich ein. Für die kommende Woche können wir uns eine leichte Belebung vorstellen und für den April baut sich die Pipeline allmählich auf.

€ SSA Emissionen in der Woche vom 25. März 2024

Kupon	Emittent	Rating (M/S&P/F)	Volumen in €	Tap	Fälligkeit	Begebungs-Spread zu Swaps	ESG	Begebung	Orderbuch	erste Spread-indikation
2,625%	KFW	Aaa /AAA/AAA	5,000 Mrd.		26.04.2029	ms +3 Bp		26.03.2024	18,900 Mrd.	ms +5 area
2,750%	BNG	Aaa /AAA/AAA	1,750 Mrd.		05.04.2029	ms +13 Bp	✓	27.03.2024	2,500 Mrd.	ms +15 bp area

Quellen: Bloomberg, Helaba DCM



Covered Bonds

In dieser Woche wurden keine Emissionen platziert, daher schauen wir auf die Performance des Covered Bond Marktes seit Jahresbeginn.

Diese war von vielen Marktteilnehmern in derartiger Form nicht erwartet worden. Die **Flut an Neuemissionen** wurde von den Akteueren mit großer Dynamik aufgenommen und ein Großteil der Anleihen konnte eine zweistellige Spread-Performance erzielen. Ein weiteres Thema war die gestiegene Attraktivität von Anleihen außerhalb der Kern-Eurozone für Käufer. Es scheint das Vertrauen und die Hoffnung zu wachsen, dass die Eurozone angesichts der globalen Konflikte, nicht zuletzt vor der eigenen Haustür, geschlossen und gemeinsam auf die Herausforderungen reagieren kann. **„Fieberthermometer" dieser Entwicklung** ist zweifellos die Entwicklung des BTP/Bund-Spreads, der sich insbesondere im kurzen Laufzeitenbereich auf Niveaus zubewegt, die zuletzt vor der Lehman-Krise bezahlt wurden. Von dieser Entwicklung profitieren auch Covered Bonds außerhalb des „Superkerns". Erweitert man den geografischen Horizont, so gilt dies auch für die starken Regionen jenseits des Euro-Raums (Skandinavien, Kanada), also für die Allianz aus „Westen" plus den assoziierten Regionen Asien/Pazifik.

Technisch gesehen hat die **Gruppe der globalen Asset Manager** die Nachfragelücke, die seit dem Ende der quantitativen Lockerung (QE) entstanden ist, perfekt gefüllt. In der Branche wird immer wieder diskutiert, dass neben den regulatorischen Käufern und Fast Money nun auch diese bereit sind, über die jeweiligen Sekundärkurven für Neuemissionen zu zahlen. Aus Sicht unseres Handels ist dies eine Folge des „Post-QE-Regimes". Man muss sich immer vor Augen halten, dass die **Notenbank den Markt über Jahre regelrecht ausgetrocknet** hat, die statischen Bestände anderer Käufergruppen aus dieser Zeit stehen bis heute nicht als Free Float zur Verfügung. Besonders deutlich wird dies an der Vielzahl der 500 Mio. EUR „no-growth" Anleihen, die nur in den seltensten Fällen aufgestockt wurden. Somit sind diese Papiere zwar auf den Screens sichtbar, die Wahrhaftigkeit der Levels hat aber oft eher eine „Platzhalterfunktion". **Die Zeiten echten Traffics bei Relative Value-Trades sind längst vorbei.** Insgesamt orientiert sich der Markt eher an den aktuellen Preispunkten der Primary Deals. Man könnte auch von einer gewissen Zweiteilung des Marktes sprechen. **Für die Zukunft** ist davon auszugehen, dass der **Sekundärmarkt zunehmend handelbare Volumina aufbaut**, um daraus mehr Allokationstransaktionen zu generieren. Dies umso mehr, als sich bald nicht unerhebliche Volumina in den Händen von Investoren befinden werden, die nicht so statisch agieren wie einst die Zentralbanken der westlichen

Hemisphäre. Die Gesamtperformance mahnt aber weiterhin zur Vorsicht, denn der Markt ist bekanntlich keine Einbahnstraße.

Die Helaba möchte Sie auf die bevorstehende pan-europäische Non Deal Related Roadshow (NDR) der **Maybank Singapore Limited** aufmerksam machen, für die die Helaba als Arrangeur mandatiert wurde. Zwischen dem 15. und 19. April wird die Helaba die Emittentin auf ihrer Roadshow begleiten und das neue Covered Bond Programm vorstellen.

Ausblick: Rund um die Osterfeiertage ist der Primärmarkt zum Erliegen gekommen. Daran wird sich wohl in der kommenden Woche nichts Wesentliches ändern.

€ Covered Bond Emissionen in der Woche vom 25. März 2024

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 Unsecured

Die **Osterpause** ist am Primärmarkt für erstrangig unbesicherte Bankanleihen deutlich spürbar. In dieser Woche waren lediglich zwei Senior Transaktionen im Gesamtvolumen von 1,3 Mrd. EUR zu beobachten. Beide Deals waren stark überzeichnet und stellten somit die sehr konstruktive Verfassung des Marktumfeldes erneut unter Beweis.

Die **Nova Kreditna Banka Maribor** aus Slowenien begab am Montag eine Sub-Benchmark-Anleihe mit einem Volumen von 300 Mio. EUR. Die Preferred Anleihe mit einer Laufzeit von 4 Jahren war mehr als 7-fach überzeichnet, der Spread konnte während des Bookbuildings spürbar eingeengt werden und wies auch im Sekundärmarkt nochmals eine erfreuliche Performance auf. Am Dienstag konnte die **Deutsche Bank** 1 Mrd. EUR 6NC5 Senior Non-preferred ohne Neuemissionsprämie begeben. Auch bei dieser Anleihe engte sich der Spread im Sekundärmarkt weiter ein.

> *„Die Rekordjagd an den Aktienmärkten geht weiter, und die Credit Märkte treten auf der Stelle. Die Notenbanksitzungen mitsamt den im Juni möglichen ersten Zinssenkungen lassen die Märkte weiterhin euphorisch handeln, auch wenn die Konjunkturdaten das nicht vollends unterstützen. Die Volatilität bei den Zinsen ist nach wie vor deutlich erhöht, während die Credit Spreads ihre Einengungswelle zuletzt nicht mehr fortsetzen können und etwas Stärke verloren haben. Die neue iTraxx Serie 41 handelt auch ruhig und ohne große Volatilität. Generell wird die Osterwoche trotz des Quartalsendes eher ruhig verlaufen."*
>
> *Einschätzungen aus dem Handelsraum der Helaba*

Ausblick: Das Marktumfeld bleibt sehr konstruktiv, die Osterpause wird aber auch in der kommenden Woche für wenig Aktivität sorgen. Danach dürfte sich der Primärmarkt angesichts der hohen Fälligkeitsvolumina dieses Jahr wiederbeleben.

€ Senior Prefered Emissionen in der Woche vom 25. März 2024

Kupon	Emittent	Rating (M/S&P/F)	Volumen in €	Tap	Fälligkeit	Begebungs-Spread zu Swaps	ESG	Begebung	Orderbuch	erste Spread-indikation
4,750%	Nova Kreditna Banka Maribor d.d.	Baa2 /-/-	0,300 Mrd.		03.04.2028	ms +190 Bp		25.03.2024	2,250 Mrd.	ms +235 area

Quellen: Bloomberg, Helaba DCM

€ Senior Non-preferred Emissionen in der Woche vom 25. März 2024

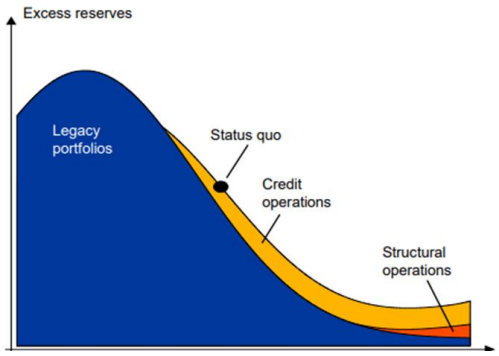
Kupon	Emittent	Rating (M/S&P/F)	Volumen in €	Tap	Fälligkeit	Begebungs-Spread zu Swaps	ESG	Begebung	Orderbuch	erste Spread-indikation
4,125%	Deutsche Bank	Baa1 /BBB/A-	1,000 Mrd.		04.04.2030	ms +150 Bp		26.03.2024	3,800 Mrd.	ms +185 area

Quellen: Bloomberg, Helaba DCM

Chart of the Week

EZB plant „strukturelles Wertpapierportfolio“

Stilisierte Aufteilung der EZB-Reserve im Zeitablauf



Quellen: ECB, Helaba Research & Advisory

Am 13. März, kurz nach den jüngsten geldpolitischen Beschlüssen vom 7. März, **stellte die EZB geplante Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmens vor**, die für das Liquiditätsmanagement von Banken bedeutsam sind. Die Überprüfung des aktuellen Handlungsrahmens war im Dezember 2022 angekündigt worden, um sicherzustellen, dass er auch bei einer Normalisierung der Bilanz des Eurosystems angemessen bleibt. Der jüngsten Meldung zufolge wird das Eurosystem weiterhin Liquidität über eine breite Palette von Instrumenten bereitstellen. Der Ankauf eines **strukturellen Wertpapierportfolios als Schlüsselkomponente soll zu einem späteren Zeitpunkt eingeführt werden**. Auf diese Weise will die EZB einen wesentlichen Beitrag zur Deckung des strukturellen Liquiditätsbedarfs des Bankensektors leisten. Im Einklang mit seinen geldpolitischen Beschlüssen geht der EZB-Rat davon aus, dass die im Rahmen des Asset Purchase Programme (APP) und des Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) erworbenen Portfolios weiter abgebaut werden.

Wir gehen davon aus, dass **somit das System der umfassenden Liquiditätsversorgung, welches die EZB nach der globalen Finanzkrise eingeführt hat, beibehalten wird**. Kernelemente sind das Vollzuteilungsverfahren (im Gegensatz zum auktionsbasierten System vor der quantitativen Lockerung mit einem festen Liquiditätsniveau) und ein Mindestreservesatz von 1 % (2 % vor 2012, 0 % Verzinsung seit September 2023). Während das im Zuge der quantitativen Lockerung erworbene Anleiheportfolio abgebaut wird, wird das oben erwähnte strukturelle Portfolio eingeführt. Details dazu sind noch nicht bekannt. Schließlich wird der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (MROs) angepasst, um den Abstand zwischen dem MRO-Satz und dem Zinssatz für die Einlagefazilität (DFR) von derzeit 50 Bp. auf 15 Bp. zu verringern. Durch die Maßnahmen sollten die Finanzierungskosten u.E. insgesamt sinken. Die Parameter sollen gemäß EZB in zwei Jahren überprüft werden.

Kurzmeldungen

26.3. ESMA konsultiert zu Entwürfen technischer Standards im Rahmen der EU-Verordnung über grüne Anleihen: In diesem **Konsultationspapier** legt die ESMA Entwürfe für technische Standards vor, die sich auf die Registrierung und Beaufsichtigung von Unternehmen beziehen, die daran interessiert sind, als externe Prüfer für grüne EU-Anleihen tätig zu werden. Die EU Green Bond Verordnung legt einheitliche Anforderungen für Emittenten von Anleihen fest, die die Bezeichnung European Green Bond" oder EuGB" für ihre ökologisch nachhaltigen Anleihen verwenden möchten. Mit der Verordnung werden ein Registrierungssystem und ein Aufsichtsrahmen für externe Prüfer europäischer grüner Anleihen eingeführt. Das Konsultationspapier ist die erste von zwei von der ESMA geplanten Konsultationen, die zweite ist für das erste Quartal 2025 vorgesehen.

25.3. ECBC begrüßt neues Mitglied: Der European Covered Bond Council (**ECBC**) freut sich über die Aufnahme der Anwaltskanzlei Mayer Brown als neues Mitglied. Mayer Brown ist eine weltweit tätige Anwaltskanzlei, die die Finanzdienstleistungsbranche in komplexen Finanz-, Kapitalmarkt-, Regulierungs- und Prozessangelegenheiten berät.

22.4. S&P bestätigt Spitzenrating für Deutschland: Nach der Agentur Fitch bestätigt auch **S&P** sein „AAA"-Rating mit stabilem Ausblick für Deutschland. Die Bundesrepublik kann damit auch künftig Schulden zu Vorzugskonditionen aufnehmen. Jüngst hatte bereits Fitch ihr Rating für Deutschland mit „AAA" und den Ausblick mit „stabil" unverändert gelassen.

22.4. ECB Blog: Wer kauft jetzt Anleihen?: Das Eurosystem schrumpft seine Bilanz, so dass mehr Staatsanleihen zum Kauf zur Verfügung stehen. Der **Blog der Europäischen Zentralbank** befasst sich mit der Frage, wie sich die Märkte im Hinblick auf die Volatilität der Anleihekurse, die Liquidität und die Auswirkungen auf die Repo-Märkte auf diese neue Situation einstellen.

22.4. BdB erklärt, dass Kapitalmarktunion in der nächsten EU-Legislaturperiode Priorität haben sollte: "Es ist ein Erfolg, dass die europäischen Staats- und Regierungschefs dem Vorschlag der Eurogruppe zugestimmt haben, die Kapitalmarktunion endlich voranzutreiben. Das Thema muss für die nächste EU-Kommission Priorität haben und mit Nachdruck verfolgt werden", so Heiner Herkenhoff, Hauptgeschäftsführer des **Bundesverbandes deutscher Banken** (BdB).

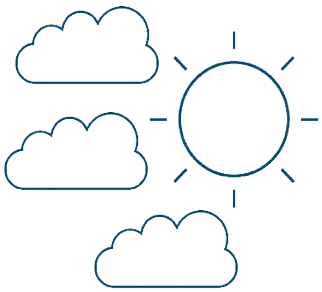
18.4. Kommission will Überarbeitung der GAR für Banken verschieben: Die Europäische Kommission wird die Überarbeitung des viel kritisierten Berichtsindikators Green Asset Ratio (GAR) für Banken verschieben. Dies sagte Andrei Gurin, Teamleiter in der Abteilung für nachhaltiges Finanzwesen der Europäischen Kommission, die für die EU-Taxonomie und Berichterstattung zuständig ist. "Wir sollten das Jahr 2025 für eine ordentliche Überprüfung ins Auge fassen", ergänzte er. (**Environmental Finance**)

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

E-STOXX 600 Banken	189	2,11%	8,14%	iBoxx € Cov. Germany	28,8	0,1	-0,4	iTraxx Senior Financial	64,0	-0,7	-0,9
10J-Rendite	2,29	-0,14	-0,17	iBoxx € Cov. Bonds	35,2	-0,3	-1,1	iBoxx € Supranational	33,4	1,6	2,3
Swap 10J	2,58	-0,13	-0,20	iBoxx € Banks PS	72,1	0,4	-6,3	iBoxx € Agencies	18,4	2,1	2,3
iBoxx € Germany	-16,65	-0,91	3,70	iBoxx Banks NPS	92,4	0,0	-7,1	iBoxx € Sub-Sov. Germany	25,2	1,4	2,3
iBoxx € EU	40,41	1,98	2,31	iBoxx Banks Subordinated	152,7	0,1	-7,8	iBoxx € Sub-Sovereign	41,5	2,1	3,2

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

Freizeittipp für's Wochenende: Pop-up-Wanderung in Breuna (Hessen)



Was hat eigentlich der Hase mit Ostern zu tun? Diese und viele andere Fragen rund um Ostern werden auf dem Pop-Up-Osterweg in Breuna beantwortet. Pop-Up-Wege – das sind Wanderwege zu bestimmten Themen, die für ein paar Wochen aufgebaut werden. Der neue Osterweg erklärt unsere Bräuche und beschreibt, wie sich die Natur im Frühjahr verändert. Dazu gibt es auf Tafeln am Wegrand kleine Geschichten und Rätsel. Insgesamt ist der Weg etwa drei Kilometer lang und für Familien geeignet, sogar mit Kinderwagen. Startpunkt ist der Wanderparkplatz in Breuna, von da ist der Osterweg ausgeschildert.
Weitere Informationen: **Pop-up-Wanderungen**

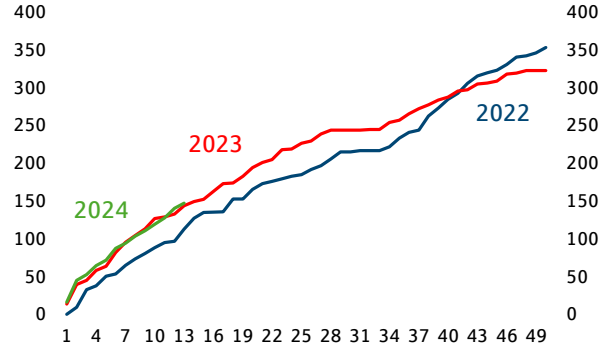
Haben Sie Ideen für Freizeittipps? Gerne nehmen wir Ihre Anregungen unter **research@helaba.de** entgegen.

Quelle: www.hr-inforadio.de/prgramm/Themen/ausflugstipps / www.naturpark-habichtswald.de

Chartbook SSAs, Covered Bonds, Senior Unsecured

SSAs: Emissionen

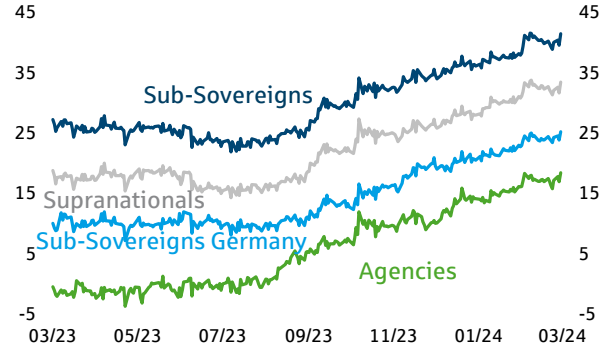
EUR-Benchmark-Emissionsvolumen kumuliert nach Wochen, Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

SSAs: Spreadentwicklung

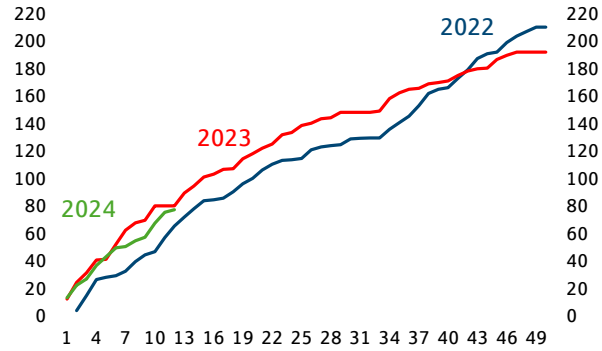
ASW-Spread in Bp.



Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Covered Bonds: Emissionen

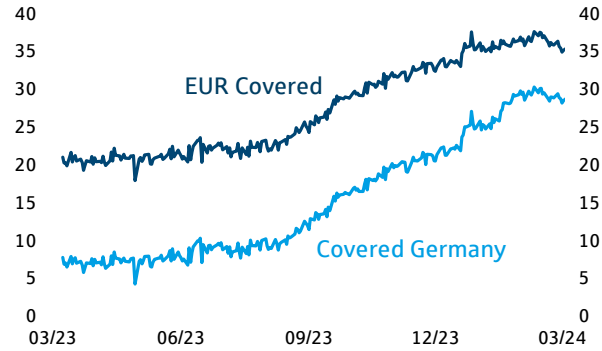
EUR-Benchmark-Emissionsvolumen kumuliert nach Wochen, Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Covered Bonds: Spreadentwicklung

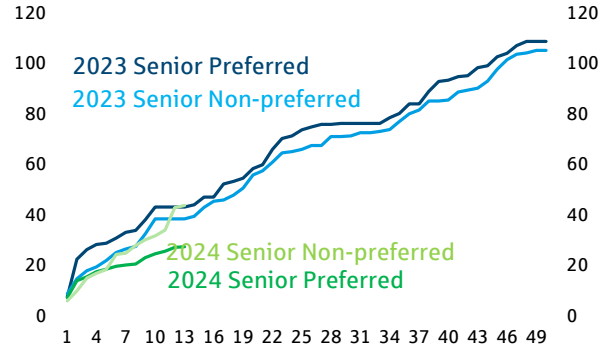
ASW-Spread in Bp.



Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Senior Unsecured: Emissionen

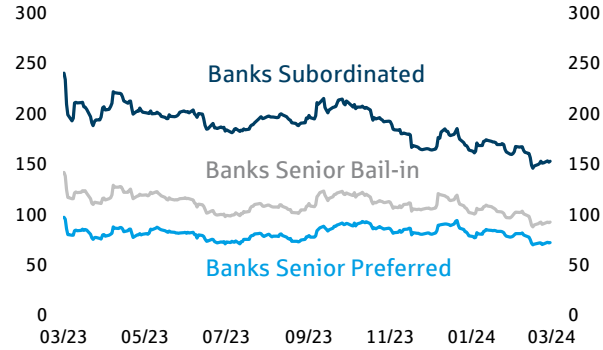
EUR-Benchmark-Emissionsvolumen kumuliert nach Wochen, Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Senior Unsecured: Spreadentwicklung

ASW-Spread in Bp.



Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Neues von Research & Advisory

- → Wochenausblick
- → im fokus: Credits – EUR-corporates Bonds primärmarkt Q1 2024
- → Im Fokus: Länder: Türkei: Licht am ende des tunnels
- → Märkte und Trends März 2024
- → Im fokus Länder: Tschechien: Notenbank nutzt spielräume vorsichtig
- → im fokus Länder: US-Industrie: renaissance oder reanimation?
- → Im fokus: Credit: Banken und Covered Bond Profile Spanien
- → Im fokus Bundesländer: Nordrhein-Westfalen
- → Im Fokus: Aktien
- → Im Fokus Covered Bonds: APAC Covered Bonds: Beliebte Papiere, begrenztes Angebot
- → Im Fokus Länder: Polen: Stolpersteine für Politik und Wirtschaft
- → Im Fokus: Länder & Devisen – Prognose Update USA: Fed auf Lockerungskurs, oder?
- → im fokus Länder: Österreich – Schwunglose Konjunktur im Wahljahr

Wir sind für Sie da



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/