

Analyst:

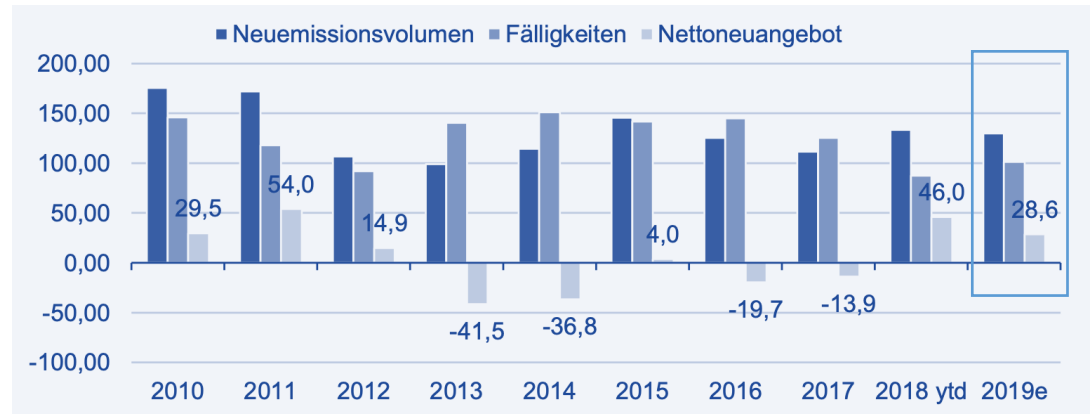
Emanuel Teuber  
BayernLB

# Ausblick 2019: Es geht auch ohne EZB

- Für 2019 erwarten wir ein solides Neuemissionsvolumen von 125–135 Mrd. Euro.
- Dies bedeutet zum zweiten Mal in Folge einen wachsenden Covered Bond Markt (Nettoneuangebot von ca. 30 Mrd. Euro).
- Neuemissionstätigkeit dürfte in den ersten zwei Monaten des Jahres stark erhöht sein. Nicht nur stehen dann die größten Fälligkeiten an (ca. 23. Mrd. Euro), auch die steigenden Spreads animieren dazu möglichst früh zu emittieren.
- Höhere Fälligkeiten von 101 Mrd. Euro, das starke Kreditwachstum, neue Emittenten und die Refinanzierung der langfristigen Refinanzierungsgeschäfte der EZB (TLTRO-II) sind Gründe, die für eine starke Primärmarktaktivität sprechen.
- Reduzierte EZB-Aktivität, weniger Investoren, weitere Spreads und Einlagenwachstum könnten das Neuemissionsgeschäft hingegen behindern.
- Politische Risiken, insbesondere die Debatten über den italienischen Haushalt, der Brexit und die Handelsstreitigkeiten mit den USA stellen Risiken für die Primärmärkte dar.

**Wir erwarten für 2019 ein solides Neuemissionsvolumen zwischen 125 und 135 Mrd. Euro**

Historische und zukünftige Fälligkeiten und Emissionsvolumen in Mrd. Euro



Quelle: BayernLB Research, EZB

**Primärmarkt: 2019 erwarten wir wieder eine starke Neuemissionstätigkeit**

Das laufende Jahr hat sich mit Blick auf das Neuemissionsangebot doch als überraschend stark erwiesen. Mit 133 Mrd. Euro an EUR-Benchmarkemissionen YTD hat 2018 schon die letzten beiden Jahre hinter sich gelassen, auch wenn das extrem hohe Volumen von 2015 wohl nicht mehr erreicht werden kann. Viele Analysten wurden von dem hohen Angebot überrascht, wurden in 2018 doch lediglich 86,5 Mrd. Euro an Benchmark Covered Bonds fällig. Dadurch ergibt sich seit langer Zeit auch wieder ein positives Nettoneuangebot an den Primärmärkten (+46 Mrd. Euro YTD). Grund für die hohe Emissionstätigkeit auf den Covered Bond Märkten waren neben dem anziehenden Kreditwachstum, das Ausklingen des dritten Covered Bond Ankaufprogramms der EZB (CBPP3), was viele Emittenten dazu verleitet haben dürfte Fälligkeiten vorzufinanzieren.

Für nächstes Jahr erwarten wir ein ähnliches Neuemissionsvolumen zwischen 125 und 135 Mrd. Euro. Das würde, berücksichtigt man die Fälligkeiten im EUR Benchmark Segment von 101 Mrd. Euro in einem positive Nettoneuangebot von ca. 30 Mrd. Euro resultieren. Dieses relativ starke Marktwachstum sollte von den gleichen Faktoren getrieben werden, die schon dem aktuellen Jahr zu einem hohen Neuemissionsvolumen verholfen haben. Die Neuemissionstätigkeit dürfte in den ersten zwei Monaten des Jahres stark erhöht sein. Nicht nur stehen dort die größten Fälligkeiten an (ca. 23. Mrd. Euro), auch die steigenden Spreads animieren dazu

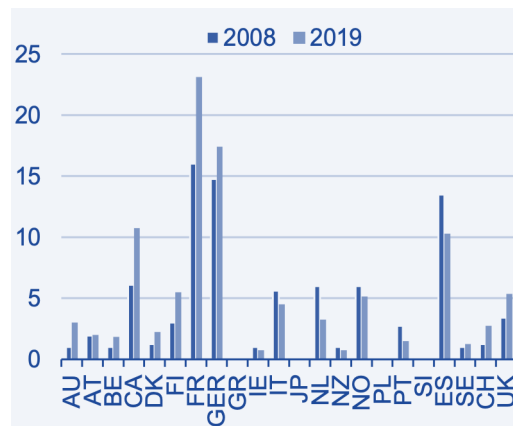
### Positive Faktoren

Positiv dürften sich vor allem vier Faktoren auf das Neuemissionsgeschäft auswirken:

- Höhere Fälligkeiten von 101 Mrd. Euro im EUR-Benchmark-Segment
- Kreditwachstum
- Wachsende Zahl an Covered Bond Emittenten
- Refinanzierung der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte der EZB (TLTRO II)

### Fälligkeiten steigen vor allem in GER und FR an

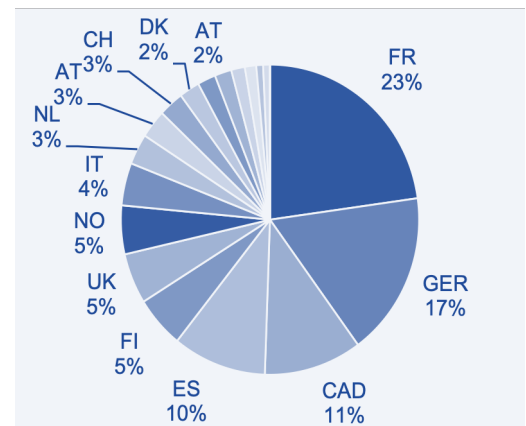
EUR Benchmark Fälligkeiten in Mrd. Euro



Quelle: Markt, BayernLB Research

### FR und GER mit den höchsten Fälligkeiten, danach gleich der „neue“ Markt Kanada

EUR-Benchmark Fälligkeiten (101,4 Mrd. Euro)



Quelle: Markt, BayernLB Research

### Höhere Fälligkeiten

Dieses Jahr waren die EUR-Benchmark Fälligkeiten mit 87 Mrd Euro außergewöhnlich niedrig. In 2019 werden sie um etwas mehr als 17% auf 101 Mrd. Euro anwachsen. In Europa schnellen besonders in Frankreich und Deutschland die Fälligkeiten in die Höhe, um 7 Mrd. Euro bzw. um 2,7 Mrd. Euro. Aber auch in Kanada werden die Fälligkeiten um 4,7 Mrd. Euro ansteigen. Im Gegensatz dazu werden die Fälligkeiten in den Niederlanden (-2,75 Mrd. Euro) und der Peripherie (Italien, Spanien und Portugal; -5,5 Mrd. Euro) zurückgehen. Da Emittenten aus der Peripherie ,aufgrund der schwierigen Marktlage, im Gegenzug zu Emittenten aus den Kernmärkten dieses Jahr nicht signifikant vorfinanziert haben, dürfte kein Rückgang bei den Neuemissionszahlen zu erwarten sein. Im Gegenteil, um TLTRO-II Fälligkeiten zu refinanzieren erwarten wir eher einen Anstieg der Neuemissionen aus der Peripherie. Da die Fälligkeiten letztes Jahr insgesamt ein schlechter Indikator für das Neuemissionsvolumen waren, sollten diese nicht überbewertet werden

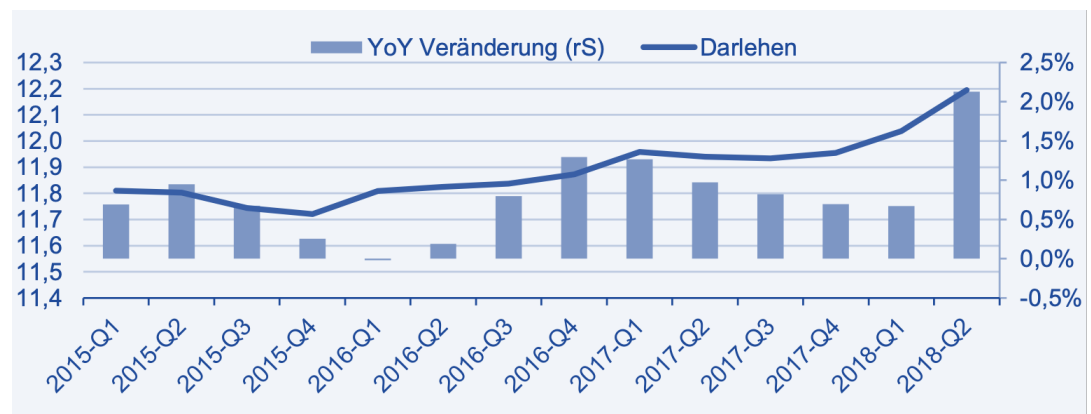
### Kreditwachstum

Das Kreditwachstum, insbesondere in der EU scheint sich weiter dynamisch zu entwickeln, auch wenn sich die extrem starken Wachstumsraten des ersten Halbjahres zwischenzeitlich etwas abgekühlt haben dürften. Auch ist es möglich, dass sich einige Banken im Hinblick auf eine sich langsam abkühlende Weltwirtschaftslage etwas defensiver aufgestellt haben und die Kreditvergabe etwas zurückfahren. In den meisten europäischen Ländern ist hiervon aber noch nichts zu spüren, auch weil viele Banken aufgrund der anhaltend niedrigen Zinsen weiter auf der Suche nach Erträgen sind. Daher gehen wir davon aus, dass das Kreditwachstum auch im nächsten Jahr anhalten wird. Darauf deuten auch kürzlich veröffentlichte Studien der EZB ([Link](#)) und der EBA ([Link](#)) hin.

Zwar stieg das Volumen der aggregierten Einlagen der Institute in der Europäischen Union laut EZB Daten stärker an als das der Kreditbücher und damit sollte ein allzu großer Impuls für gedeckte Anleihen ausbleiben. Allerdings sind viele bedeutende Teilnehmer an den Covered Bond Märkten in Europa spezialisierte Kreditinstitute, die entweder keine oder nur sehr geringe Einlagenquoten aufweisen. Diese sind somit weiterhin auf die Kapitalmärkte als Funding-Quelle angewiesen und Covered Bonds sind hier immer noch die günstigste Alternative.

### Dynamisches Kreditwachstum dürfte anhalten

Kredite an Unternehmen und die öffentliche Hand in Bio. Euro



Quelle: EZB, BayernLB Research

### Neue Emittenten

Ein weiterer Punkt der für ein weiterhin lebhaftes Neuemissionsgeschäft in 2019 spricht, ist die wachsende Zahl an Emittenten, die in der Vergangenheit stetig zugenommen hat. Waren etwa Ende 2013 608 Anleihen von 163 Emittenten im iBoxx Eur Covered vertreten waren es 2017 schon 802 Anleihen von 169 Emittenten und aktuell sind es 875 Anleihen von 168 Emittenten. Allerdings muss dazu gesagt werden, dass es auch Emittenten gibt, die derzeit keine Benchmark Anleihen ausstehend haben, die aber jederzeit wieder emittieren könnten. Das Universum der möglichen Emittenten ist also stetig gewachsen und auch 2019 dürften sich einige neue Gesichter an den Märkten zeigen. Alleine der Umstand, dass in 2018 der erste südkoreanische (Korea Housing Finance Corp) und der erste japanische (Sumitomo Mitsui Banking Corp)

Covered Bond emittiert wurden, dürfte auf weitere Emissionen aus diesen Ländern hindeuten. Aber auch Schwellenländer wie Brasilien stehen schon in den Startlöchern.

Besonders die Gruppe der inaktiven Emittenten (Emittenten mit ausstehenden Covered Bonds, die dieses Jahr noch nicht emittiert haben) ist derzeit besonders groß (51 Institute). Oft haben diese Unternehmen nicht aus idiosynkratischen Gründen auf Neuemissionen verzichtet, sondern aus systemischen. So waren 2018 für australische und neuseeländische Emittenten die Preise für Fremdwährungsswaps ungünstig, UK Emittenten litten unter den schlechten Nachrichten bezüglich des Brexit und italienische Emittenten aus der zweiten Reihe waren quasi vom Markt ausgeschlossen.

**TLTRO-II Refinanzierung**

Der letzte Punkt, der die Neuemissionsvolumen positiv beeinflussen könnte sind ausstehenden TLTRO-II Gelder, die zu einem großen Teil von Emittenten aus der europäischen Peripherie in Anspruch genommen wurden. Seit Juni diesen Jahres ist es für Banken möglich, die erste Tranche vorzeitig zurückzuzahlen. Allerdings wurde bisher lediglich ein Bruchteil der ausstehenden Mittel zurückgezahlt (14,6 Mrd. Euro) und dieser Betrag war auch so gering, dass er wohl kaum die Emissionstätigkeit in diesem Jahr beeinflusst hat.

**Die vier TLTRO-II Tranchen im Überblick**

Beträge in Mrd. Euro

| TLTRO-II Tranche                        | 1        | 2        | 3        | 4        |
|---|----------|----------|----------|----------|
| Ursprüngliche Zuteilung                 | 29.06.16 | 28.09.16 | 21.12.16 | 29.03.17 |
| Aufgenommener Betrag                    | 399.3    | 45.3     | 62.2     | 233.5    |
| Anzahl der Bieter                       | 514      | 249      | 200      | 474      |
| Endfälligkeit                           | 24.06.20 | 30.09.20 | 16.12.20 | 24.03.21 |
| Frühest möglicher Rückzahlungszeitpunkt | 01.06.18 | 01.09.18 | 01.12.18 | 01.03.19 |

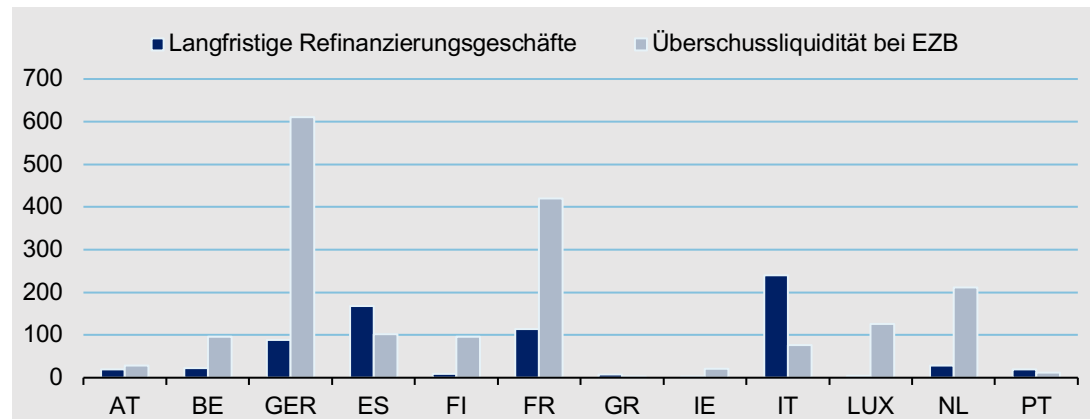
Quelle: EZB, BayernLB Research

Das könnte sich allerdings im nächsten Jahr ändern, denn zum einen verlieren die Mittel der ersten TLTRO-II Tranche, die im Juni 2020 fällig wird im Juni 2019 ihre Anrechenbarkeit für die strukturelle Liquiditätsquote (Net Stable Funding Ratio; NSFR). Zum anderen sollten Banken schon an eine Vorfinanzierung der 2020 fällig werdenden Tranche denken, um nicht das Risiko einzugehen mit allen anderen Emittenten gleichzeitig an den Markt herantreten zu müssen. Besonders Banken aus der Peripherie (Italien, Spanien, Portugal) die in den ersten Tranchen am aktivsten waren, werden sich wohl über eine Refinanzierung Gedanken machen.

Hält man sich das Volumen der ersten Tranche in Höhe von knapp 400 Mrd. Euro vor Augen, erkennt man auch, dass dieser Betrag durchaus einen Einfluss auf die (Covered Bond) Anleihenmärkte haben dürfte. In welchem Ausmaß ist allerdings schwer vorherzusagen. Es kommt darauf an, wie die TLTRO Fälligkeiten von den einzelnen Banken refinanziert werden können. Während die Banken aus den europäischen Kernländern ein hohes Level an Überschussliquidität bei der EZB geparkt haben und diese nutzen könnten um ihre Fälligkeiten zu bedienen, haben die Banken aus der Peripherie diese Puffer nicht (siehe Grafik unten).

**Italienische und spanische Banken vor herausfordernden Rückzahlungen**

TLTRO-II Ziehungen und geschätzte Überschussliquidität bei der EZB in Mrd. Euro per 09/2018)



Quelle: EZB, BayernLB Research

Ihnen bleiben zwei Möglichkeiten mit den Fälligkeiten umzugehen: Entweder sie bauen Vermögenswerte ab oder sie besorgen sich die nötige Liquidität an den Kapitalmärkten. Der zweite Punkt wäre dann auch der für uns relevante, da hier Covered Bonds, aufgrund der niedrigen Kosten besonders attraktiv sind. In der Praxis dürfte es eine Mischung aus den beiden Möglichkeiten werden. So haben viele Banken aus der Peripherie die günstigen TLTRO-II Konditionen genutzt und in hoch rentierliche Staatsanleihen des Heimatstaates investiert, was ihnen eine attraktive Carry einbrachte. Es ist anzunehmen, bzw. zu hoffen, dass die Staatsanleihen-Investments fristenkongruent erfolgten. In diesem Fall, müssten die italienischen Banken einfach die Rückzahlungen aus ihren Staatsanleihen-Portfolien nehmen um die TLTRO-II Mittel zurückzuführen. Demnach würde nur noch das Kreditportfolio bleiben, welches über die Kapitalmärkte (Einlagen, Anleihen oder EZB Fazilitäten) refinanziert werden müsste.

Es bleibt jedoch die Frage, ob die Märkte derzeit überhaupt in der Lage sind ein größeres Neuemissionsvolumen aus der Peripherie zu absorbieren, schließlich war das Neuangeboten in den letzten zwei Jahren eher gering. Wir sind der Ansicht, dass ein höheres Volumen durchaus am Markt zu platzieren wäre, jedoch nicht in dem Ausmaß wie es nötig wäre die hohen Fälligkeiten auszugleichen. Insbesondere, sollte die politische Situation in Italien so angespannt bleiben, wie es derzeit der Fall ist. Aus diesem Grund glauben wir, dass es wahrscheinlich ist, dass die EZB eine neue TLTRO Runde auflegen könnte, um die Kreditvergabe in der Eurozone nicht wieder abzuwürgen. Sollte dies der Fall sein, so dürften die Konditionen allerdings nicht mehr so großzügig sein, wie bei der aktuellen TLTRO-II. Sowohl der Zinssatz, die Laufzeit als auch die Kreditwachstumsvorgaben dürften restriktiver werden. Daher dürften hauptsächlich Banken an den neuen Linien Interesse haben, die einen begrenzten Zugang zu den Kapitalmärkten haben. Wenn es zu so einer neuen Refinanzierungsrunde kommen sollte, dürfte das Neuemissionsvolumen etwas niedriger ausfallen, als von uns prognostiziert. Allerdings hauptsächlich bei den Peripheriebanken. Banken mit besseren Refinanzierungskonditionen würden wohl eher an die Kapitalmärkte herantreten um eine eventuelle Stigmatisierung zu vermeiden.

### Negative Faktoren

Es gibt allerdings nicht nur Faktoren die sich positiv auf das Emissionsgeschehen auswirken dürften. Risiken für das Neuemissionsgeschäft sehen wir in:

- den **geringeren Käufen der EZB im Rahmen des CBPP3** und den teilweise damit einhergehenden **weiteren Spreads**.
- Darüber hinaus dürften sich die Spreads im kommenden Jahr zusätzlich ausweiten, auch weil das CBPP3 in den letzten Jahren zu einem „**Crowding-Out**“ **privater Investoren** geführt hat.
- Letztendlich könnte sich ein weiteres starkes Einlagenwachstum ebenfalls negativ auf die Emissionstätigkeit auswirken.

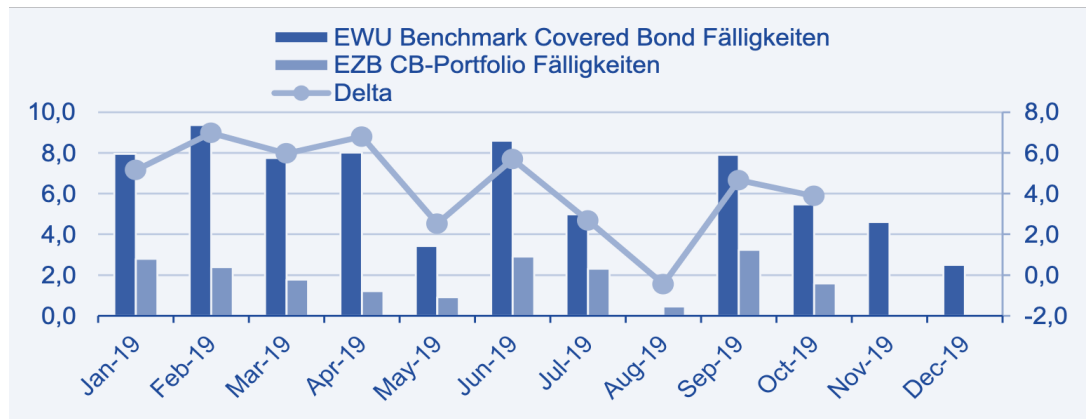
### Geringere EZB Ankäufe

Über das CBPP3 und den Rückzug der EZB haben wir kürzlich schon ausführlich geschrieben. Dort führen wir aus, dass das Platzierungsrisiko für Emittenten im Vergleich zu 2018 ansteigen wird. So fiel Anfang 2018 eine Platzierung ungleich leichter, wusste man doch, dass die EZB alleine schon 50% und mehr einer Emission kaufen wird. Im Laufe des Jahres hat die EZB indes ihre Beteiligungsquote am Primärmarkt von 50% auf zunächst 30% und seit Oktober dieses Jahres sogar auf 10% reduziert. Insofern sollte das fehlgeschlagene Debüt der französischen My Money Bank SCF Ende September – das valutarisch bereits in den Oktober gefallen wäre – Emittenten ein warnendes Beispiel für 2019 bieten. Dies könnte unter extrem widrigen Umständen auch dazu führen, dass schwächere Emittenten (beispielsweise aus der EU-Peripherie) den Primärmarkt nahezu komplett meiden werden.

Besonders im ersten Quartal könnte der Druck auf die Spreads durch fehlende EZB-nachfrage stark werden. Die EZB wird zwar höchstwahrscheinlich anfallende Fälligkeiten in ihrem Covered Bond Portfolio ersetzen (siehe Chart unten). Allerdings fallen die Portfoliofälligkeiten besonders im ersten Quartal weit geringer aus als die gesamten Fälligkeiten im zulässigen Covered Bond Segment (EWU-Emittenten ca. 17 Mrd. Euro). Das bedeutet, wenn die EZB keine komplette Entkoppelung der Reinvestitionen von den Fälligkeiten vornimmt, dürfte der Druck auf Covered Bond Spreads im Januar und Februar des nächsten Jahres besonders hoch sein. In der zweiten Jahreshälfte könnte eine nachlassende Emissionstätigkeit aber wieder Spread-stützend wirken.

**Heiße Phase beim Start ins neue Jahr**

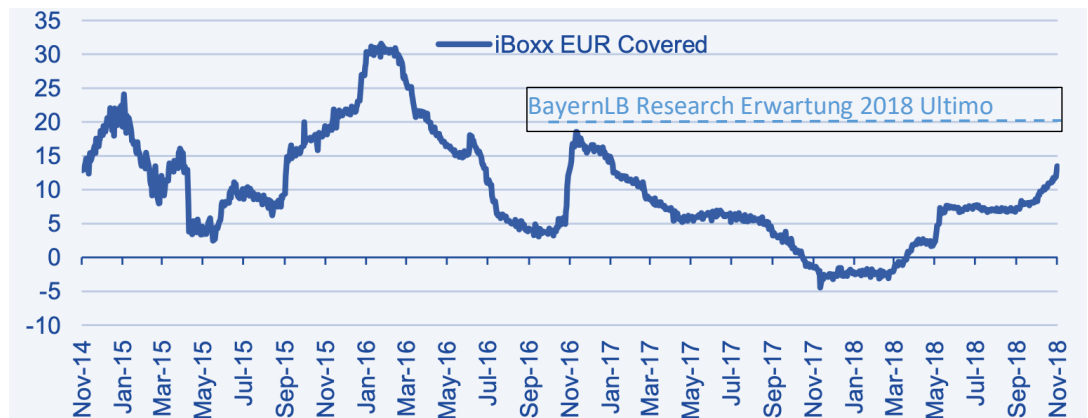
EWU Covered Bond Fälligkeiten und EZB CBPP 3 Fälligkeiten in Mrd. Euro



Quelle: BayernLB Research, EZB

**Die Spread-Ausweitung der letzten Monate dürfte zumindest im ersten Quartal weiter gehen**

ASW in Bp



Quelle: BayernLB Research, Markit

**Weitere Spreads**

Steigende Spreads wirken auf die Neuemissionstätigkeit dämpfend. Allerdings ist dieser Punkt insofern weniger tragend, als dass wir nicht davon ausgehen, dass die relative Attraktivität von Covered Bonds als günstigste Refinanzierungsquelle von Banken (nach Einlagen) im Vergleich zu anderen Anleihen leiden wird. Und solange Covered Bonds das günstigste Instrument im Köcher eines Treasury-Banker bleiben, wird auch das Primärmarktangebot stabil bleiben. Für die nächsten Monate sehen wir keinen Grund für fallende Spreads. Mit Blick auf die drei relevanten Faktoren, Neuemissionen, EZB-Unterstützung sowie politische Risiken sind Level von um die 20 Bp im iBoxx EUR Covered Index bis Ende des Jahres durchaus möglich. Dieser Wert wurde zuletzt nach der überraschenden Wahl Donald Trumps, im November 2016 erreicht. Vor allem lange Phasen mit hoher Spread-Volatilität können sich negativ auf das Neuemissionsangebot auswirken, da sie das Timing erschweren und zu komplett geschlossenen Märkten führen können.

### **Weniger Investoren**

Damit Neuemissionen in einem Umfeld ohne sichere EZB-Unterstützung weniger riskant werden, (siehe My Money Bank oben) gilt es für Emittenten Investoren zurück zu gewinnen. Besonders für neue Emittenten oder für solche, die lange nicht mehr am Markt aktiv waren ist dieser Punkt wichtig. Durch das niedrige Renditelevel bei gedeckten Anleihen, haben sich insbesondere renditegetriebene Investoren wie Versicherer aus den Märkten zurückgezogen. Aber auch Asset Manager und sogar einige Treasury Investoren, welche den Großteil der Covered Bond Investoren ausmachen haben der Assetklasse teilweise den Rücken gekehrt. Aus diesem Grund haben Emittenten derzeit einen hohen Anreiz gute Neuemissionsprämien zu zahlen um eine erfolgreiche Transaktion sicherzustellen. Dies wird sich auch in Form weiterer Spreads und vermutlich kleineren Emissionsgrößen niederschlagen.

### **Politische Risiken können in beide Richtungen wirken**

Letztendlich bleiben die politischen Risiken als Unsicherheitsfaktor, die einen immensen Einfluss auf das Neuemissionsvolumen haben können, die aber extrem schwer vorherzusagen sind. Insbesondere können politische Krisen das Zeitfenster das für Emissionen zur Verfügung steht verringern. Dies ist besonders in Zeiten mit einem geringen durchschnittlichen Neuemissionsvolumen, wie für 2019 erwartet, relevant. Sowohl die Haushaltsdebatte um Italien, der Brexit sowie die Handelsstreitigkeiten mit den USA könnten die Märkte in dieser Hinsicht schließen. Eine überraschend positive Wendung in einem der Fälle könnte die Märkte allerdings auch positiv beflügeln.

