

Covered Bond Spezial

Alfred Anner, CEFA

Beachten Sie bitte den/die Hinweis/e auf der/den letzten Seite/n
 ► www.research.bayernlb.de, Bloomberg: BAYR

Systemrelevanz – Nach dem EZB-Ausstieg der womöglich entscheidende Bewertungsfaktor

Wir erläutern in diesem Covered Bond Spezial die für Covered Bonds in Krisenzeiten womöglich ausschlaggebende systemische Relevanz. Neben der Frage, welche Kriterien für deren Messung verwendet werden sollte, nehmen wir eine Einteilung der Länder in schwache, moderate und starke Systemrelevanz vor.

Kurz und klar

- [Wird Systemrelevanz für Covered Bond Investoren zum entscheidenden Kriterium?](#): Mit dem EZB-Rückzug dürften in den nächsten Jahren politischen Risiken eine zentrale Rolle bei der Bewertung bzw. Spread-Performance von Covered Bonds einnehmen. Sollte es zu einer Eskalation kommen, könnte die „systemische Relevanz“ von Covered Bonds für das Finanzsystem eines Landes ein entscheidender Spread-Treiber werden, da sie die Wahrscheinlichkeit für externe Unterstützung bestimmt.
- [Kriterien für systemische Relevanz](#): Wir untersuchen, wie man die Systemrelevanz eines Covered Bond Segments für sein Heimatland bzw. den Bankensektor messen kann und erklären [die Vorgehensweise der Rating-Agenturen](#).
- [Die Kategorisierung der BayernLB und eine Empfehlung](#): Wir plädieren für eine konservativere Herangehensweise als S&P. Gerade für viele der jüngeren Segmente (Nicht-EWR-Länder, aber auch NL, UK, BE), erscheint uns staatliche Unterstützung zumindest fraglich.
- Sollte für Investoren bei der Allokationsentscheidung die Krisenfestigkeit im Vordergrund stehen, empfehlen wir im Zuge des EZB-Ausstiegs aus ihrer inzwischen eine ganze Dekade andauernden massiven quantitativen Unterstützung, solche Covered Bond Segmente zu bevorzugen, die eine hohe systemische Relevanz aufweisen. Systemrelevanz erweist sich für Investoren allerdings nur dann als Vorteil, wenn mit Unterstützung durch einen bonitätsstarken Staat gerechnet werden kann, was nicht für alle Segmente zutrifft.

Systemische Relevanz: BayernLB-Kategorisierung

Geringe Systemrelevanz	Mittlere Systemrelevanz	Starke Systemrelevanz
Australien	Irland	Dänemark
Neuseeland	Portugal	Deutschland
Kanada	Luxemburg	Schweden
Singapur		Norwegen
Südkorea		Finnland
Türkei		Spanien
Griechenland		Frankreich
Polen		Österreich
Belgien		Italien
Niederlande		
UK		
USA		

Aufgrund der geringen Relevanz von öffentlich besicherten Covered Bonds (Nur etwa 15% aller ausstehenden Covered Bonds) berücksichtigen wir in unserer Übersicht ausschließlich hypothekarisch besicherte Covered Bonds. Quelle: BayernLB Research

Nach dem EZB-Ausstieg könnte die Systemrelevanz für Covered Bond Investoren entscheidend werden

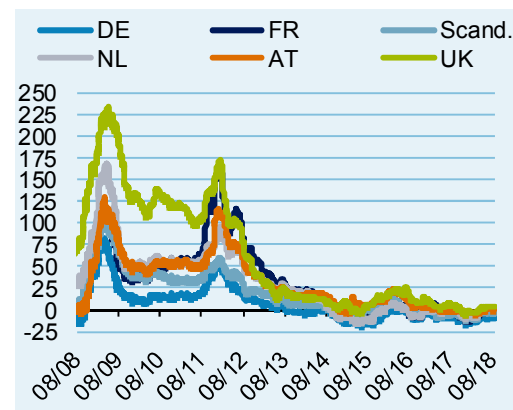
- ▶ EZB hält fast die Hälfte aller Euro-Raum Covered Bonds – diese Unterstützung endet nun nach fast 10 (!) Jahren

Die EZB hält im Rahmen ihrer insgesamt drei Covered Bond Kaufprogramme inzwischen Anleihen mit einem Volumen von mehr als eine Viertel Billion (ca. 266 Mrd.) Euro. Damit hat sie (mit über 40%) fast die Hälfte aller derzeit ausstehenden Euroraum Benchmark Covered Bonds aufgekauft und ist somit seit vielen Jahren zum alles überragenden Einflussfaktor für die erwartete Spread-Entwicklung von Covered Bonds geworden. Nachdem die Zentralbank ihr erstes gedecktes Kaufprogramm im Juli 2009 startete, plant sie – nach nunmehr fast zehn (!) Jahren Unterstützung bzw. Verzerrung der Covered Bond Risikoaufschläge – mit Beginn des nächsten Jahres netto keine gedeckten Papiere mehr zuzukaufen (fällig werdende Papiere sollen indes weiter reinvestiert werden).

- ▶ Ein Faktor, der nach der EZB die Covered Bond Bewertung bestimmen könnte, ist die Systemrelevanz eines Segments für sein Heimatland

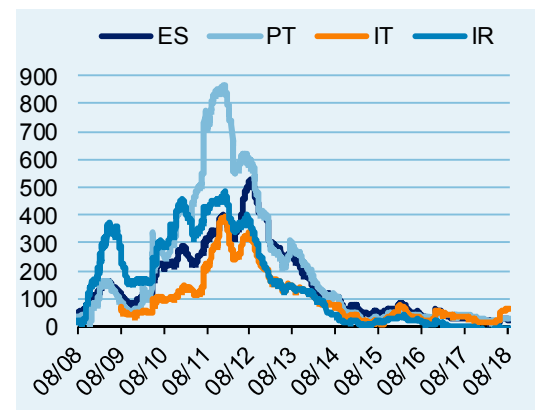
Mit dem EZB-Rückzug fragt man sich, welcher Faktor mittelfristig der zentrale Baustein für die Covered Bonds Bewertung wird. Mit den in Europa vermutlich auch in den nächsten Jahren anhaltenden Verteilungskämpfen, der (zu) hohen Verschuldung vieler Staaten und den damit verbundenen politischen Spannungen, erscheint es wahrscheinlich, dass politische bzw. wirtschaftliche Risiken eine zentrale Rolle bei der Bewertung bzw. Spread-Performance von Covered Bonds einnehmen werden. Sollte es in den nächsten Jahren – wie im Verlauf der Finanz- und europäischen Staatenkrise ab 2008 (siehe auch nachfolgende Charts) – zu einer Eskalation an den Märkten kommen¹ oder auch die nach Meinung nicht weniger Marktteilnehmer besonders bei Staatsanleihen und Covered Bonds entstandene Spekulationsblase platzen, könnte die „systemische Relevanz“ bei der Bewertung der verschiedenen gedeckten Ländersegmente in den Vordergrund rücken.

Covered Bonds: Nach dem EZB-Ausstieg verschwindet der zentrale Bewertungsfaktor...
ASW Spread in Bp (iBoxx Covered Bond Länder-Indizes)



Quelle: Datastream, iBoxx, BayernLB Research

...insbesondere für die EU-Peripherie – vor allem bei Krisen
ASW Spread in Bp (iBoxx Covered Bond Länder-Indizes)



Quelle: Datastream, iBoxx, BayernLB Research

¹ Ein beispielhaftes Szenario wäre massive Refinanzierungsprobleme eines EU-Staates infolge überbordender Staatsverschuldung oder mangelnden Sparwillens der jeweiligen Regierung (z.B. Italien) womit auch ein drohendes Auseinanderbrechen Europas eingepreist werden könnte. Ebenfalls vorstellbar wäre ein politischer Rechtsruck in einem der reichen „Nord“-Staaten (Deutschland, Niederlande), der die derzeit bereits hohen Transferleistungen dieser Länder an die EU bzw. den geplanten Einstieg in die EU-Transferunion infrage stellen könnte. Keinesfalls auszuschließen ist zudem die Möglichkeit einer weiteren massiven Flüchtlingswelle bei fehlender Lösung der Asylproblematik, die die Europäische Gemeinschaft ebenfalls vor grundlegende Fragen stellen würde.

► Aufbau unserer Analyse

Wir untersuchen zunächst, wie Systemrelevanz für Finanzinstrumente definiert wird und warum sie für gedeckte Investoren ein wichtiges Element ihrer Analyse darstellen sollte. Im Anschluss überlegen wir, welche Kriterien sinnvollerweise angewendet werden, um festzulegen, ob ein nationales Covered Bond Segment für sein Heimatland bzw. Bankensystem systemisch relevant ist und legen zudem die Vorgehensweise der Rating-Agenturen dar. Schließlich fassen wir zusammen, in welchen Ländern Covered Bonds unseres Erachtens eine systemisch wichtige Rolle einnehmen und somit „im Fall der Fälle“ eine hohe Unterstützungswahrscheinlichkeit besteht bzw. in welchen Ländern diese gering ist.

► Definition Systemrelevanz – Zentraler Bestandteil der Covered Bonds Analyse, sowohl für Kapitalmarktkrisen...

Analog der [Definition der Bundesbank für globale systemrelevante Banken](#) verstehen wir eine Assetklasse als systemrelevant für eine Volkswirtschaft, „wenn durch bei ihr auftretende Schwierigkeiten bzw. ihren Zusammenbruch das Funktionieren des Finanzsystems und der Realwirtschaft gravierend beeinträchtigt wäre.“ Wir empfehlen Investoren, die Systemrelevanz in ihrer Analyse zu berücksichtigen, da in Krisenzeiten – wie nach dem Zusammenbruch von Lehman – der Marktpreis beileibe nicht mehr durch die gängigen fundamentalen Faktoren bestimmt wird. Leider verhinderten 2008 auch die meist sehr gut abgesicherten Deckungsstöcke sowie die in vielen Ländern ausgereifte Gesetzgebung nicht, dass sowohl Primär- als auch Sekundärmarkt für Covered Bonds nahezu vollständig zum Erliegen kamen. Vielmehr wird in einer Krise die Frage nach staatlicher Unterstützung gestellt werden – so wie bereits 2008 in Deutschland, wo sie auch gewährt wurde.² Diese Unterstützung erscheint bei Systemrelevanz nämlich sinnvoll und wahrscheinlich.

► ... als auch in „normalen“ Zeiten, wenn einzelne Emittenten drohen zahlungsunfähig zu werden

Zudem ist es für Investoren auch in „normalen“ Zeiten, in denen die Märkte grundsätzlich gut funktionieren, wichtig, ob sie bei Gefährdung der Rückzahlung eines Covered Bonds (z.B. aufgrund Emittenteninsolvenz) mit Unterstützung von anderen Emittenten bzw. der Regierung rechnen können.³ Dies ist immer dann der Fall, wenn in einem Land die Kosten zur Rettung dieser Covered Bonds niedriger ausfallen als der potenzielle Schaden, der aus der Nichtzahlung bzw. dem damit verbundenen Reputationsverlust für die Assetklasse Covered Bonds für Mitbewerber bzw. die Volkswirtschaft entstehen würde.⁴

► Covered Bonds weisen eine „blütenweiße“ Rückzahlungshistorie auf – im Gegensatz zu allen anderen Fixed Income Segmenten

Von zentraler Bedeutung ist in diesem Zusammenhang, dass Covered Bonds am Kapitalmarkt eine Sonderstellung einnehmen, weil sie das einzige Fixed Income Segment sind, das in seiner langen Historie nicht einen Ausfall zu verzeichnen hatte. So hat bis jetzt ohne Ausnahme jeder Investor sein eingesetztes Kapital vollständig zurückerhalten – ein Privileg, das weder Bank- noch Unternehmensanleihen, Verbriefungen und auch nicht Staatsanleihen (auch nicht in Europa) für sich beanspruchen können. Diese „blütenweiße“ Rückzahlungshistorie spiegelt sich in niedrigen Refinanzierungskonditionen wider, von der alle gedeckten Emittenten profitieren und deren Verlust für sie in Zukunft sehr teuer käme.

² So veröffentlichte die deutsche Bundesregierung im Oktober 2008 in der [Begründung zur Einführung des Finanzmarktstabilisierungsgesetz](#) u.a. folgendes: „Pfandbriefe sind durch die besonderen gesetzlichen Regelungen in Deutschland schon jetzt sicher – in der über 200-jährigen Geschichte des Produktes ist noch nie ein deutscher Pfandbrief ausgefallen. **Die Bundesregierung wird dafür Sorge tragen, dass dies auch in Zukunft so bleibt. Soweit die Funktionsfähigkeit des Pfandbriefmarktes es erfordert, wird die Bundesregierung daher kurzfristig weitere gesetzliche Maßnahmen zur Gewährleistung von deutschen Pfandbriefen ergreifen.**“

³ So kommentiert Moody's bei der Rettung der Düsseldorfer Hyp, dass die in diesem Fall gewählte Vorgehensweise darauf schließen lässt, dass Pfandbriefe in Deutschland eine sehr starke systemische Relevanz und somit eine hohe Unterstützungswahrscheinlichkeit aufweisen. Moody's: "Duesseldorfer Hyp Rescue Confirms Strong Systemic Support for German Pfandbriefe" vom 19. März 2016.

⁴ Auch in Dänemark spielen Covered Bonds für die Refinanzierung von Hypothekendarlehen eine ganz zentrale Rolle. Würden Covered Bonds aufgrund von Bonitätsproblemen eines Emittenten infrage gestellt, könnte die Hypothekenvergabe für die dänische Bevölkerung (aufgrund einer nicht gesicherten Refinanzierung) zum Erliegen kommen. Gleichzeitig müssten dänische institutionelle Investoren, für die dänische Covered Bonds sogar ein deutlich größeres Anlagesegment darstellen als heimische Staatsanleihen, massive Wertverluste hinnehmen.

Kriterien für systemische Relevanz

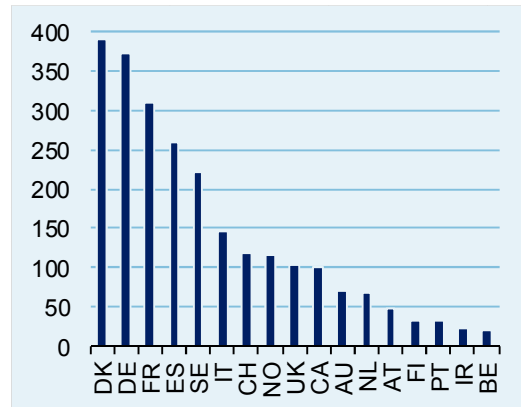
- ▶ Systemrelevanz an mehreren Kriterien festmachen – Deutschland und Dänemark mit höchsten Volumen

Die systemische Relevanz von Covered Bonds anhand eines einzigen Kriteriums festzustellen, erscheint aufgrund der Komplexität des Themas wenig sinnvoll. Zieht man allerdings ein Bündel an Prüfsteinen heran, erkennt man eher die Bedeutung für ihre Heimatländer. Ein offensichtliches Argument ist natürlich die Größe. Bezieht man sich auf die ausstehenden nationalen Covered Bond Volumen⁵, stellt Dänemark mit 391 Mrd. Euro das bedeutendste gedeckte Segment dar, dicht gefolgt von deutschen Pfandbriefen, bei denen mit 374 Mrd. Euro fast ebenso viele ausstehen. An dritter Stelle dann Frankreich (308 Mrd. Euro) und mit bereits recht deutlichem Abstand Spanien (259 Mrd. Euro). Vergleichen Sie für weitere Länder bitte die nachfolgende linke Grafik.

- ▶ Im Verhältnis zum nationalen BIP lautet die Reihenfolge: DK, SE, NOR, ES – Deutschland nur im Mittelfeld

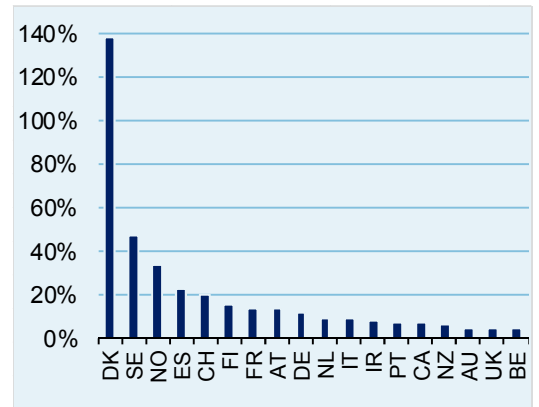
Neben dem Volumen sollte man die Bedeutung eines Covered Bond Segments für sein Heimatland bzw. den nationalen Bankensektor abschätzen. Nimmt man die nationale Wirtschaftsleistung (BIP) als Gradmesser (nachfolgende rechte Grafik), ergibt sich eine in Teilen deutlich veränderte Reihenfolge. Während sich die außergewöhnliche Bedeutung des gedeckten Segments für Dänemark neben der schieren Größenordnung (ca. 140% i.V. zum BIP) auch in dem großen Abstand zu allen anderen Ländern zeigt, relativiert sich die Bedeutung des Pfandbriefes für Deutschland. Während schwedische (48%), norwegische (33%) und spanische (23%) Covered Bonds ebenfalls eine überdurchschnittliche nationale Relevanz aufweisen, rangiert der Pfandbrief in seiner Bedeutung für sein Heimatland mit 12% lediglich im Mittelfeld der von uns betrachteten größeren Covered Bond Länder. Am geringsten fällt deren relative Größe in den außereuropäischen Ländern Australien, Neuseeland und Kanada (5-7%), Großbritannien (5%) und Belgien (4%) aus.

Größe der nationalen Covered Bond Märkte: Dänemark und Deutschland am bedeutendsten
Ausstehendes CB-Volumen in Mrd. Euro



Quelle: ECBC, BayernLB Research

Covered Bonds vs. BIP: Nach Dänemark in SE, NO und ES am wichtigsten
Größe des Covered Bond Marktes relativ zum BIP in %



Quelle: Weltbank, ECBC, BayernLB Research

- ▶ Covered Bonds sind vor allem für skand. und span. Banken eine wichtige Funding-Quelle – AU, UK, IR, NL als Schlusslichter

Um die Bedeutung von Covered Bonds für den jeweiligen Bankensektor zu ermitteln, bietet sich an, deren Anteil an der Banken-Refinanzierung zu ermitteln. Wie die nachfolgende linke Grafik zeigt, liegt auch hier Dänemark, wo annähernd drei Viertel des Banken-Funding gedeckt platziert wird (69%), weit vor allen anderen Ländern. Sehr wichtig sind Covered Bonds außer für spanische Banken, die 41% gedeckt refinanzieren, auch für skandinavische Banken. So beträgt der Anteil an der Gesamt-Refinanzierung in Norwegen und Schweden ebenfalls über 40%, in Finnland immerhin noch ein Drittel. Wesentlicher Bestandteil des Finanzierungsmix sind Covered Bonds zudem in Österreich (33%),

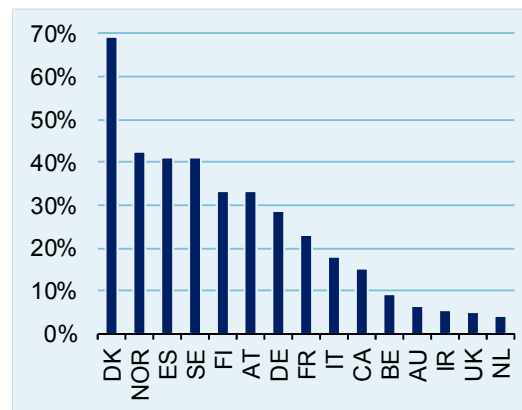
⁵ [ECBC Factbook 2017](#)

Deutschland (29%), Frankreich (23%) und Italien (18%). Lediglich eine untergeordnete Rolle spielen sie in Australien, Irland, UK und Niederlande, wo ihr Anteil jeweils bei 5% oder darunter liegt.

- ▶ Mit Covered Bonds wird in vielen Ländern die private Immobilienvergabe refinanziert

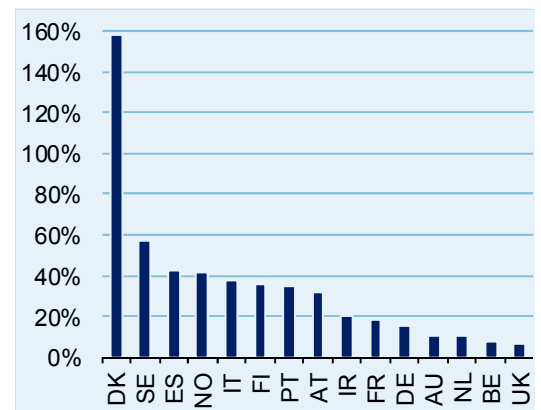
Zudem gibt das Verhältnis Hypotheken Covered Bonds zu ausstehenden privaten Immobiliendarlehen eine Indikation, wie wichtig Covered Bonds für eine funktionierende Immobilienkreditvergabe an „Häuslebauer“ und damit auch für die Bürger (bzw. Wähler) eines Landes sind (siehe nachfolgende rechte Grafik). Auch hier liegt Dänemark (159%)⁶ mit weitem Abstand vor allen anderen und auch sonst ähnelt das Bild der linken Grafik zur Bankenrefinanzierung. So haben Covered Bonds außer in Spanien (43%) und Italien (38%) wiederum in den skandinavischen Ländern die höchste Relevanz. In Schweden wird mehr als die Hälfte (58%) aller ausstehenden Immobiliendarlehen über Covered Bonds refinanziert, in Norwegen (41%) sowie Finnland (36%) liegt dieser Anteil über einem Drittel. Während in Deutschland 16% der Immobilienkredite über Pfandbriefe gefundet werden, sind Covered Bonds wiederum in Australien, den Niederlanden (jeweils 10%), Belgien (8%) und UK (6%) am wenigsten wichtig.

Anteil an Banken-Funding: Covered Bonds für Banken aus Skand./ES am wichtigsten
Covered Bonds vs. gesamte Banken-Refinanzierung in %



Quelle: EZB, ECBC, BayernLB Research

Hypotheken CBs vs. private Immobilienkredite: Ähnliches Bild wie beim Banken-Funding
Covered Bonds vs. private Immobiliendarlehen in %



Quelle: EMF, ECBC, BayernLB Research EMF

- ▶ Auch die Dauer des Bestehens gibt eine Indikation für den Unterstützungswillen

Darüber hinaus gibt unseres Erachtens die Dauer, wie lange ein Covered Bond Markt in einem Land schon funktioniert, eine Indikation wie hoch der Unterstützungswille in einer Krisensituation ausfallen könnte. Hat sich die gedeckte Refinanzierung in einem Land schon seit vielen Jahrzehnten bewährt und haben somit sowohl Emittenten als auch Investoren bisher ausschließlich positive Erfahrungen gemacht (bekanntermaßen ist ja bisher noch kein einziger Covered Bond ausgefallen), sind Regierung bzw. Bankenbranche vermutlich in einer Krisensituation bereit unterstützend einzugreifen. Schließlich kann mit diesem Vorgehen ein Reputationsschaden vermieden und auch in Zukunft von der preiswerten und vergleichsweise stabilen gedeckten Refinanzierung profitiert werden.

- ▶ Die Covered Bond Historie reicht bis ins 18. Jahrhundert – Anfänge in D und DK

Die Idee gegen Verpfändung von Grund und Boden Kredit zu bekommen, reicht bis weit in die Vergangenheit zurück. Eine Kabinettsorder des deutschen Kaisers Friedrichs des Gro-

⁶ In Dänemark werden neben privaten (Nenner) auch gewerbliche Immobiliendarlehen über Covered Bonds refinanziert, womit Werte > 100% erklärt werden können.

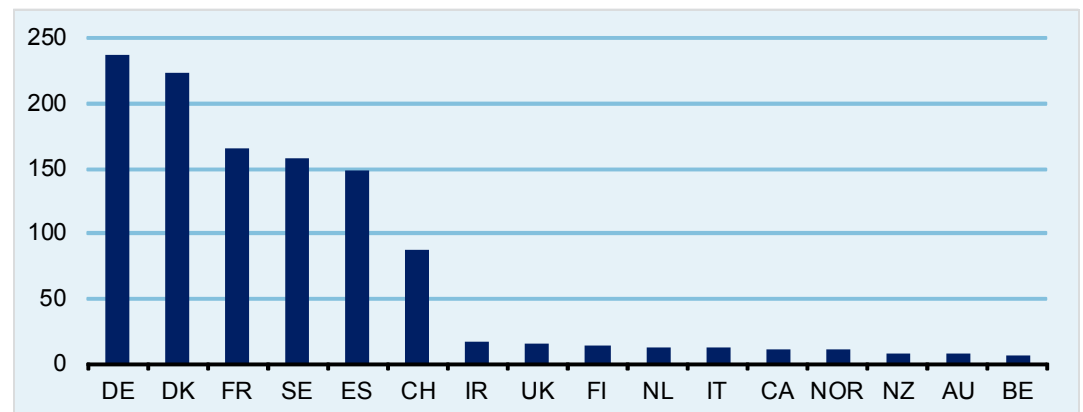
ßen vom 29. August 1769 regelte erstmals die Ausgabe von Pfandbriefen.⁷ Indes reichen auch die Anfänge des dänischen Covered Bond Marktes bis ins 18. Jahrhundert zurück.⁸ Somit profitieren die Bürger und Banken dieser beiden Länder bereits seit über 200 Jahren von der bisher ausnahmslos funktionierenden gedeckten Refinanzierung. Aber auch in Frankreich (1852), Schweden (1861) und Spanien (1869) reichen die Anfänge weit zurück.

- In gar nicht wenigen Ländern ist der Covered Bond Markt relativ jung und wurde erst nach der Finanzkrise intensiv genutzt

Auffällig ist, dass zwar einige Länder (Irland, UK, Niederlande, Italien) ihre Covered Bond Gesetzgebung Anfang des neuen Jahrtausends auf den Weg brachten, sich vor Beginn der Finanzkrise bei der gedeckten Refinanzierung aber vollständig oder zumindest ganz überwiegend auf Verbriefungen (Asset Backed Securities) konzentrierten. Dies gilt insbesondere für die Nicht-EWR-Länder (AU, NZ, CA, SGP, KOR), aber auch für manche europäische Länder wie NL, UK oder BE. Insofern sehen wir Covered Bonds in diesen Ländern als deutlich weniger etabliert an als in den Märkten, die bereits seit mehr als 150 Jahren positive Erfahrungen mit Covered Bonds gemacht haben.

Alter der nationalen Covered Bond Märkte: In fünf Ländern reichen Covered Bond schon über 150 Jahre zurück – in der Mehrzahl der Länder ist ihre Historie aber relativ jung

Alter in Jahren



Quelle: BayernLB Research, ECBC

Rating-Agenturen und Systemrelevanz: Die Vorgehensweise von S&P

- Systemrelevanz einer von mehreren Faktoren, die den Rating-Puffer zum Emittenten bestimmen

Welche Bedeutung Covered Bonds für einen Staat (bzw. deren Banken und Einwohner) haben, wird auch von den Rating-Agenturen zur Festlegung der von ihr vergebenen Bonität berücksichtigt. Insbesondere stellt die Systemrelevanz einen relevanten Faktor dar, wie weit das Covered Bond Rating über dem Rating des Emittenten liegen kann. Indes wird Systemrelevanz bei Fitch und Moody's nicht in einer eigenständigen Systematik abgehandelt, sondern stellt jeweils einen von mehreren Faktoren (u.a. Gesetzgebung, Aufsicht, Volumen des unbesicherten vorrangigen Kapitals, Übersicherung, Liquiditätspuffer) dar, mit welcher Wahrscheinlichkeit auch nach Insolvenz des Emittenten Zins- und Tilgungs-

⁷ Mit der Schaffung der „Landschaften“ – öffentlich-rechtliche Zwangsvereinigungen der adligen Großgrundbesitzer einer Region – begann in Preußen im 18. Jahrhundert der Agrarkredit für Rittergutsbesitzer. Ihre Kreditgeber waren die Landschaften, die sich selbst durch Ausgabe von „landschaftlichen Pfandbriefen“ refinanzierten.

⁸ Nachdem 1795 Teile der Stadt Kopenhagen niederbrannten, mussten in kurzer Zeit eine große Anzahl neuer Gebäude wieder aufgebaut werden. Dazu wurde ein gut organisierter, funktionierender Kreditmarkt benötigt, bei dem Kreditgeber gegen Verpfändung der neu zu errichtenden Immobilie bereit waren, Darlehen zu gewähren.

zahlung an Covered Bond Investoren fortgesetzt wird.⁹ Zudem nehmen beide Rating-Agenturen auch keine eindeutige Kategorisierung vor, die die nationalen Covered Bond Segmente bezüglich ihrer Systemrelevanz differenziert.

- ▶ Vorgehensweise von S&P am anschaulichsten

Am anschaulichsten, weil in einer eigenständigen Systematik, wird die Systemrelevanz von S&P behandelt.¹⁰ Grundsätzlich hält S&P die Wahrscheinlichkeit eines staatlichen bzw. aufsichtsrechtlichen Eingriffes zur Rettung eines gefährdeten Covered Bond Programms dann für hoch, wenn die Kosten des Scheiterns dieses Programms für den heimischen Staat und Wirtschaft höher ausfallen würden als die Rettungskosten für das gefährdete Programm.¹¹

- ▶ S&P verwendet folgende Kriterien

S&P beurteilt die Systemrelevanz von Covered Bonds in seiner Rating-Methodologie anhand folgender Kriterien:

- Covered Bond-Anteil an der Refinanzierung der heimischen Banken
- Covered Bond-Anteil an der heimischen Wirtschaftsleistung (BIP)
- Covered Bond-Anteil an der Refinanzierung der Besicherungsart (z.B. Hypothekendarlehen, Schiffsdarlehen)
- Andere (nicht näher definierte) Faktoren.

- ▶ Quantitative Unterteilung: 5%, 10% und 20%-Grenzen

Im Anschluss unterteilt S&P das Ausmaß der systemischen Relevanz mit Hilfe der zwei erstgenannten Kriterien in vier Kategorien:

- Covered Bonds weisen in einem Land eine schwache („weak“) systemische Relevanz auf, wenn ihr Anteil am heimischen BIP oder an der Bankenrefinanzierung weniger als 5% beträgt
- Covered Bonds weisen in einem Land eine moderate („moderate“) systemische Relevanz auf, wenn ihr Anteil am heimischen BIP oder an der Bankenrefinanzierung mindestens 5% beträgt
- Covered Bonds weisen in einem Land eine starke („strong“) systemische Relevanz auf, wenn ihr Anteil am heimischen BIP oder an der Bankenrefinanzierung mindestens 10% beträgt
- Covered Bonds weisen in einem Land eine sehr starke („very strong“) systemische Relevanz auf, wenn ihr Anteil am heimischen BIP oder an der Bankenrefinanzierung mindestens 20% beträgt.¹²

⁹ So geht sie bei Moody's als einer von mehreren Faktoren in die Ermittlung des Timely Payment Indicator (TPI) ein. Dieser bestimmt die Wahrscheinlichkeit der fristgerechten Rückzahlung der Anleihe nach einem Emittenten-ausfall und somit auch den Rating-Puffer (TPI Leeway) gegenüber dem unbesicherten Emittenten-Rating.

¹⁰ S&P: „Assessments For Jurisdictional Support According To Our Covered Bonds Criteria“ zuletzt vom 3. November 2017, wird regelmäßig überprüft.

¹¹ Bei S&P wird Systemrelevanz konkret im letzten Schritt der Analyse (determination of the maximum achievable covered bond rating) innerhalb des sogenannten „Jurisdictional support“ miteinbezogen. Hierfür werden neben der Stärke der nationalen Covered Bond Gesetzgebung, die systemische Relevanz und die Fähigkeit des Staates zur Unterstützung der heimischen Covered Bonds („credit capacity of the sovereign to support the covered bonds“) berücksichtigt.

¹² Sollten allerdings andere als die zwei verwendeten Kriterien einen wesentlichen Einfluss auf das Ausmaß der systemischen Relevanz haben, hält es sich S&P sinnvollerweise offen, die Eingruppierung abzuändern. Beispielhaft nennt die Agentur das Fehlen einer signifikanten heimischen Investorenbasis.

- ▶ Klare Einteilung in vier Kategorien

- ▶ Mehrere junge Segmente kaum systemisch relevant für ihre Heimatländer

- ▶ Auffällig ist auch die schwache Einstufung vieler öffentlich besicherter Covered Bonds

Daraus ergibt sich für S&P folgende Kategorisierung der wichtigsten Covered Bond Länder. So schätzt S&P Covered Bonds für viele europäische (Kern)-Länder und Skandinavien als systemisch „sehr stark“ relevant ein (rechte Spalte in nachfolgender Aufstellung). Aus der EU-Peripherie schaffen aber auch spanische, portugiesische und italienische hypotheckenbesicherte Covered Bonds den Sprung in die höchste Kategorie. Italien allerdings erst seit dem letzten Update vom November 2017 (zuvor „stark“ systemisch relevant).

In den zwei schwächeren Kategorien finden sich zum einen – wenig überraschend – die mit Schiffsdarlehen besicherten Covered Bonds (Deutschland, Dänemark). Zum anderen stuft S&P aber auch mehrere noch junge Segmente nur als moderat oder schwach systemisch relevant ein, z.B. Singapur, Türkei und Polen. Australien wurde auch erst Ende 2017 aufgrund eines inzwischen signifikanten Anteils an der Bankenrefinanzierung von „moderat“ in „stark“ systemisch relevant hochgestuft.

Auffällig ist zudem die schwache Einstufung mancher öffentlich besicherter Covered Bonds. So werden diese Segmente Irlands, Italiens und Großbritanniens – trotz (deutlich) besserer Einstufung der jeweiligen nationalen hypotheckenbesicherten Covered Bonds – jeweils nur als „moderat“ systemisch relevant angesehen.

Systemische Relevanz: S&P-Kategorisierung

Schwache systemische Relevanz	Moderate systemische Relevanz	Starke systemische Relevanz	Sehr starke systemische Relevanz
Rumänien	Dänemark (Schiffsdarlehen)	Australien	Dänemark
Südkorea	Deutschland (Schiffsdarlehen)	Belgien	Deutschland
Türkei	Irland (Öff. Darlehen)	Belgien (Öff. Darlehen)	Deutschland (Öff. Darlehen)
USA	Italien (Öff. Darlehen)	Griechenland	Finnland
	Polen	Kanada	Frankreich
	Singapur	Luxembourg (Öff. Darlehen)	Frankreich (Öff. Darlehen)
	U.K. (Öff. Darlehen)	Niederlande	Irland
		Portugal (Öff. Darlehen)	Italien
		U.K.	Norwegen
			Österreich
			Österreich (Öff. Darlehen)
			Portugal
			Schweden
			Spanien
			Spanien (Öff. Darlehen)

Soweit keine Angabe zur Besicherung angegeben ist, handelt es sich um mit Hypothekenanleihen besicherte Covered Bonds.
Quelle: S&P, BayernLB Research

Unser Fazit, die Kategorisierung der BayernLB und eine wichtige Nebenbedingung

- ▶ Sollten politische Risiken nach dem EZB-Ausstieg eskalieren, dürfte Systemrelevanz an Bedeutung gewinnen

Mit dem Rückzug der EZB als alles überragenden Einflussfaktor werden andere Kriterien für die Bewertung und Spread-Performance von Covered Bonds an Relevanz gewinnen. Während die Analyse von Gesetzgebung und Deckungsstockqualität aufgrund der inzwischen erreichten hohen Standards in fast allen Ländern an Bedeutung bzw. Analyseaufwand verloren haben, halten wir es für wahrscheinlich, dass Risiken aus (politischen bzw. wirtschaftlichen) Krisen auch in den nächsten Jahren im Vordergrund stehen werden. Sollte es hierbei zu einer Eskalation an den Märkten kommen oder auch die nach Meinung nicht weniger Marktteilnehmer besonders bei Staatsanleihen und Covered Bonds entstandene Spekulationsblase platzen, könnte die systemische Relevanz bei der Bewertung der verschiedenen gedeckten Ländersegmente in den Vordergrund rücken.
- ▶ S&P analysiert das Thema am saubersten

Während Fitch und Moody's das Thema in ihren Rating-Prozessen zwar berücksichtigen, aber nach unserem Dafürhalten eine vergleichsweise geringe Aufmerksamkeit schenken, halten wir die Vorgehensweise von S&P und die verwendeten Kriterien zur Ermittlung der Systemrelevanz grundsätzlich für sinnvoll. Zwar sind die von S&P gewählten quantitativen „Messlatten“ für Systemrelevanz von 5%, 10% und 20% Anteil am nationalen BIP oder an der Bankenrefinanzierung ein Stück weit willkürlich festgelegt. Zumindest wird somit aber die Basis für eine Kategorisierung geschaffen. Indes sollten unseres Erachtens neben den von S&P genannten Kriterien auch noch andere berücksichtigt werden.
- ▶ Neben den von S&P genannten Kriterien berücksichtigen wir weitere: Alter und Stärke der heimischen Investorenbasis

So dienen uns der Zeitraum des Bestehens sowie die damit verbundene makellose Ausfallhistorie von Covered Bonds (ein Alleinstellungsmerkmal im Vergleich zu allen anderen Fixed Income Assetklassen) als Indikator für das Vertrauen der Emittenten und Investoren in ein nationales Segment. So sind zum Beispiel in Deutschland viele Investoren mit dem Pfandbrief derart vertraut, dass sie Gesetz und Deckungsstöcke so gut kennen, dass bei Neuanlagen relativ geringer Analyseaufwand betrieben werden muss. Hinzu kommt u.E. als weiteres wichtiges Kriterium die Stärke der heimischen Investorenbasis, die in Ländern wie Deutschland oder Dänemark am Primärmarkt eine erfolgreiche Platzierung verspricht. So dürften die genannten zwei Kriterien – wie in der Vergangenheit schon unter Beweis gestellt – dafür sorgen, dass Anleger auch in Krisenzeiten an diesen Segmenten festhalten werden.
- ▶ Länder-Kategorisierung: Bei vielen Segmenten ist die Eingruppierung unstrittig

Bedingt durch unsere im Vergleich zu S&P etwas andere Herangehensweise stimmen wir auch der von S&P vorgenommenen Kategorisierung der Ländersegmente zwar grundsätzlich zu, halten aber Alter und Stärke der Investorenbasis als Ausdrucks des Vertrauens der Emittenten und Investoren in ein nationales Segment für weitere zentrale Argumente. Natürlich ist es relativ unstrittig, dass Covered Bonds in Skandinavien, Deutschland, Spanien und Frankreich starke systemische Relevanz aufweisen. Dazu ist es offensichtlich, dass Covered Bond Investoren in Ländern wie der Türkei, Südkorea oder auch Polen „im Fall der Fälle“ nicht von externer Unterstützung ausgehen sollten.
- ▶ Bei mehreren Ländern plädieren wir für eine konservativere Herangehensweise als bei S&P

Darüber hinaus plädieren wir aber bei einer im Krisen-Szenario so entscheidenden Frage wie der externen Unterstützung für eine konservativere Herangehensweise als sie S&P wählt. So halten wir Covered Bonds gerade in vielen der erst seit zehn Jahren oder kürzer bestehenden nationalen Segmenten für deutlich weniger etabliert als in dem teils mehr als hundert Jahren existierenden oben genannten skandinavischen oder deutschen Markt. So konnten sich diese Märkte in vergangenen Krisen nachweisbar auf externe Unterstützung und auf eine große und stabile, mit dem Segment sehr vertraute Investorenbasis verlassen – dies muss bei den jüngeren Segmenten erst noch „getestet“ werden.

- ▶ Bei den außereuropäischen Segmenten, aber auch einigen EU-Ländern halten wir Unterstützung zumindest für fraglich

Nicht vergessen werden darf in diesem Zusammenhang, dass sich relativ viele der jüngeren Covered Bond Länder vor dem Beginn der Finanzkrise bei der gedeckten Refinanzierung voll und ganz auf Verbriefungen konzentrierten. Dies gilt insbesondere für die Nicht-EWR-Länder (AU, NZ, CA, SGP, KOR), aber auch für manche europäische Länder wie NL, UK oder BE. In diesen Ländern wurde erst dann eine Gesetzesgrundlage für Covered Bonds geschaffen als ABS/MBS im Zuge der Subprime-Krise bei Investoren nicht mehr absetzbar waren. So konnten die Emittenten von der exzellenten Historie und Krisenstabilität bei Covered Bonds profitieren. Sollte es nun am Covered Bond Markt zu einem Krisenszenario kommen, erscheint uns staatliche Unterstützung – auch hinsichtlich der im Vergleich zu einigen europäischen Ländern deutlich geringeren Bedeutung für Staat und Banken – deutlich weniger sicher als in den lange etablierten europäischen Ländern.

Systemische Relevanz: BayernLB-Kategorisierung

Geringe Systemrelevanz	Mittlere Systemrelevanz	Starke Systemrelevanz
Australien	Irland	Dänemark
Neuseeland	Portugal	Deutschland
Kanada	Luxemburg	Schweden
Singapur		Norwegen
Südkorea		Finnland
Türkei		Spanien
Griechenland		Frankreich
Polen		Österreich
Belgien		Italien
Niederlande		
UK		
USA		

Aufgrund der relativ geringen Relevanz von öffentlich besicherten Covered Bonds (laut ECBC nur etwa 15% aller ausstehenden Covered Bonds) berücksichtigen wir in unserer Übersicht ausschließlich hypothekarisch besicherte Covered Bonds.

Quelle: BayernLB Research

- ▶ Investoren sollten Covered Bonds mit hoher Systemrelevanz bevorzugen
- ▶ Nebenbedingung: Hohe Bonität des unterstützenden Staates

Im Zuge des Ausstiegs der Notenbanken aus ihrer inzwischen eine ganze Dekade andauernden massiven quantitativen Unterstützung empfehlen wir Investoren, bei denen bei der Allokationsentscheidung die Krisenfestigkeit im Vordergrund steht, solche Covered Bond Segmente zu bevorzugen, die eine hohe systemische Relevanz aufweisen. Systemrelevanz erweist sich für Investoren allerdings nur dann als Vorteil, wenn mit Unterstützung durch einen bonitätsstarken Staat gerechnet werden kann, der das Ende der massiven EZB-Unterstützung gut übersteht bzw. das Ende der bisher vielleicht größten Spekulationsblase mit hoher Wahrscheinlichkeit überlebt. Dass man davon nicht bei allen Ländern ausgehen sollte, belegen die bei nicht wenigen Ländern unstrittig zu hohe Staatsverschuldung sowie die damit verbundene Diskussion um die Null-Prozent-Risikogewichtung von Staatsanleihen.

Ihre Ansprechpartner in der BayernLB

Tel. +49 89 2171-

Sales & Origination

Dr. Jörg Senger 26524

DCM Origination Corporates

Paul Kuhn 25756

DCM Origination Financial Institutions & Syndication

Jörg Himmelmann 23378

Treasury Products Sales

Dr. Klaus Voit 23795

Institutional Fixed Income Sales

Georg Steinig 26375

Sales Sparkassen & Regionalbanken

Ruth Kerschagl 23281

Financial Institutions Group

Alexander Plenk, CFA 25021

Global FIG

Thomas Lehmpuhl 26184

Structuring & Trading

Stefan Meier 26707

Fixed Income Trading

Nicholas Atkinson 25524

Derivate & Devisen

Marc Burgheim 27323

Structured Solutions

Christian Fuchsl 25503

Energy & Commodity Solutions

Dr. Michael Lange 27322

Sales Sparkassen Retail

Ingmar Alde 28451

Investor Relations

Volker Karioth 23441

Ariane Boldt 22291

Research

Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt 21750

Investment Research

Dr. Johannes Mayr 21859

Zinsstrategie, Staatsanleihen, SSA

Alexander Aldinger 24877

Dr. Norbert Wuthe 27209

Covered Bonds & Financials

Alfred Anner, CEFA 27072

Dr. Ulrich Horstmann, CEFA 21873

Georg Meßner, CFA 26396

Emanuel Teuber 27070

Stefan Voß 21808

Credits

Pia Ahrens 25727

Matthias Gmeinwieser, CIIA 26323

Miraji Othman 25888

Christian Strätz, CEFA, CIIA 27068

Aktienmarkt / Strategie / Privatkunden

Manfred Bucher, CFA 21713

Christoph Gmeinwieser, CIIA 27053

Technische Analyse

Hans-Peter Reichhuber 21780

Value Investing & Behavioral Finance

Dieter Münchow 23384

Volkswirtschaft

Dr. Stefan Kipar 27346

Makro-/Konjunkturanalyse

Christiane von Berg 28745

Devisenanalyse

Manuel Andersch 27448

Wolfgang Kiener 27058

Rohstoffe

Andreas Speer 21305

E-Mail: Vorname.Nachname@bayernlb.de

Disclaimer

Allgemeiner Hinweis:

Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 03.09.2018. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Aufgrund gesetzlicher Vorgaben (Wertpapierhandelsgesetz bzw. MiFID II) dürfen Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit einer von ihnen erbrachten Finanzportfolioverwaltung oder unabhängigen Honorar-Anlageberatung grundsätzlich keine Zuwendungen von Dritten annehmen oder behalten. **Eine Weitergabe dieser Unterlage an Unternehmen oder Unternehmensteile, die Finanzportfolioverwaltung oder unabhängige Honorar-Anlageberatung erbringen, ist daher nur gestattet, wenn mit der BayernLB hierfür eine Vergütung vereinbart wurde.**

Alfred Anner, CEFA
Senior Covered Bond Analyst
Investment Research
Tel: 089 2171 27072
alfred.anner@bayernlb.de

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (=Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:
Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München (=Paketadresse)
www.bayernlb.de