

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

Immobilienmärkte und deren Risiken für Covered Bonds

Angesichts der in vielen Ländern zu beobachtenden Überbewertung der Immobilienmärkte erläutern wir, wie hoch die Gefahren für Covered Bond Investoren tatsächlich sind

- Welche Gefahren bergen die überbewerteten Immobilienmärkte für Covered Bond Investoren? : Fitch und S&P haben kürzlich Studien zur Entwicklung der wichtigsten Immobilienmärkte veröffentlicht, in denen sie auch ihre Prognosen für die Preisentwicklung der nächsten Jahre vorstellen. Wir nehmen dies zum Anlass – angesichts der in vielen Ländern zu beobachtenden Überbewertung der Häuserpreise – die daraus resultierenden tatsächlichen Gefahren für Covered Bond Investoren abzuleiten.
- Fazit: In fast allen für Covered Bond Investoren wichtigen Ländern dürften die Häuserpreise in den nächsten Jahren weiter steigen, allerdings meist moderater als zuvor. So boten Niedrigzins, stabiles Wirtschaftswachstum und das in Boom-Regionen zu geringe Wohnraumangebot lange einen Nährboden für steigende Preise. Indes dürften die Zinsen Ende 2017 ihr Tief gesehen haben und in 2018/19 allmählich zulegen. Während wir die Entwicklung der Häuserpreise im nationalen Durchschnitt vor allem in Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien im historischen Vergleich als unauffällig und ungefährlich für Covered Bond Investoren einstufen, weisen die Häuserpreise in Norwegen, Schweden und den inzwischen wichtigen Nicht-EWR Covered Bond Märkten Australien, Neuseeland und Kanada deutliche Zeichen einer Überbewertung auf, sowohl im nationalen Durchschnitt, insbesondere aber in den Boom-Regionen. Für UK halten wir einen „hard Brexit“ zwar für das wahrscheinlichste Szenario, erwarten aber keinen massiven Einbruch am Häusermarkt und sehen sogar Relative Value. Zwar sollten Investoren die überbewerteten Häusermärkte weiter aufmerksam verfolgen. Allerdings schätzen wir die daraus resultierenden Gefahren in keinem der für Covered Bond Investoren wichtigen Länder als „hoch“ ein. Hierfür sprechen
 - frühzeitig von den Aufsichtsbehörden ergriffene Maßnahmen, die den Preisauftrieb – mit inzwischen steigenden Zinsen – allmählich eindämmen sollten.
 - die fast durchgehend niedrigen durchschnittlichen Beleihungswerte in den vorwiegend wohnwirtschaftlich (nicht gewerblich) besicherten Deckungsstöcken
 - die konservative Immobilienkreditvergabe bzw. hohe Zahlungsmoral in Skandinavien sowie Australien, Neuseeland und Kanada
 - das vor allem in Norwegen und Schweden vorhandene umfangreiche soziale Netz bzw. die hohe Bonität der Staaten auch in Australien und Neuseeland
 - in Australien, Neuseeland und Kanada die hohe Bonität der Emittenten
- Pfandbrief-Investoren überdurchschnittlich gut abgesichert: Darüber hinaus sorgt das deutsche Beleihungswertkonzept für eine sehr gute Absicherung von Pfandbrief-Investoren. Dabei werden Preisanstiege der Vergangenheit als Bewertungspuffer für Preisabschwünge „zurückgelegt“. So bleibt der sich für den Deckungsstock qualifizierende Teil des zugrundeliegenden Immobiliendarlehens von Preissteigerungen in der Regel völlig unberührt und darf nicht – im Gegensatz zu anderen Ländern – gemäß der allgemeinen Preisentwicklung indexiert werden. Dies relativiert negative Folgen des aktuellen deutschen Immobilienbooms auf Pfandbriefe. Im Gegensatz zu einigen anderen Ländern sind Pfandbrief-Investoren in dieser Hinsicht deutlich besser abgesichert.

Aufbau der Studie und Überblick über die Immobilienmarktentwicklung

- ▶ Wie entwickeln sich die Immobilienmärkte und wie hoch sind die daraus resultierenden Gefahren für Covered Bond Investoren wirklich?
- ▶ Auch 2018 und 2019 werden die Häuserpreise in fast allen großen Immobilienmärkten weiter ansteigen – vermutlich allerdings mit nachlassender Dynamik

Fitch und S&P haben kürzlich umfassende Studien zur Entwicklung der wichtigsten Immobilienmärkte veröffentlicht, in denen sie ihre Prognosen bis 2020 vorstellen.¹ Wir fassen diese für die am stärksten im Fokus stehenden Häusermärkte zusammen, auch unter Hinzuziehung anderer relevanter Datenquellen. Nach einem Überblick über die Prognosen der beiden Rating-Agenturen erläutern wir die länderspezifischen Entwicklungen und bewerten – angesichts der in vielen Ländern zu beobachtenden Überbewertung der Häuserpreise – wie hoch wir die tatsächlichen Gefahren für Covered Bond Investoren einschätzen.

Sowohl Fitch als auch S&P erwarten, dass die Hauspreise in fast allen relevanten Immobilienmärkten weiter ansteigen, allerdings häufig moderater als in den Jahren zuvor. So boten niedrige Hypothekenzinsen, stabiles Wirtschaftswachstum und das in Boom-Regionen zu geringe Wohnraumangebot mehrere Jahre einen Nährboden für steigende Preise. Indes dürften die Zinsen Ende 2017 ihr Tief gesehen haben und 2018/19 allmählich ansteigen. So geht S&P in seiner Betrachtung der europäischen Häusermärkte für fast alle Länder von geringer werdenden, aber auch 2020 noch positiven Preiszuwächsen aus. Eine der wenigen Ausnahmen bildet Italien, wo 2015-17 die Preise leicht nachgaben, in den nächsten Jahren aber marginal steigende Preise erwartet werden. Ähnlich in Schweden, wo nach dem letztjährigen leichten Preisrückgang 2018 eine Stabilisierung prognostiziert wird. Für Norwegen hält Fitch nach der im letzten Jahr eingeleiteten Korrektur 2018/19 moderat fallende Preise für am wahrscheinlichsten. Dazu geht S&P von einem geordneten Brexit und einer Erholung des Häusermarktes aus. Details finden Sie in nachfolgender Übersicht.

Immobilienmarktentwicklung: Prognosen von Fitch und S&P

	Fitch			S&P*		
	2017e	2018f	2019f	2018f	2019f	2020f
Deutschland	5,0%	5,0%	▲	3,0%	2,7%	2,5%
Frankreich	4,0%	2,0%	▶	2,0%	2,0%	2,0%
Italien	0,2%	1,0%	▲	0,6%	1,5%	2,0%
Spanien	4,0%	4,0%	▲	3,5%	3,0%	3,0%
U.K.	2,7%	0,0%	▶	0,5%	1,5%	3,5%
Norwegen	0,0%	-5,0%	▼	1,9%	N.A.	N.A.
Schweden	N.A.	N.A.	N.A.	-1,7%	0,6%	N.A.
Australien	5,0%	2,0%	▲	2,6%	N.A.	N.A.
Neuseeland	2,5%	3,0%	▲	3,0%	2,8%	N.A.
Kanada	9,1%	5,0%	▲	2,2%	N.A.	N.A.

Quelle: BayernLB, e = Estimate, f = Forecast. *Quelle der S&P-Daten ist die in Fußnote 1 genannte Studie. Die Prognosen für die in der Studie nicht behandelten Länder (AU, CA, NZ, NO, SW) stammen aus den jüngsten nationalen S&P-BICRA-Studien.

- ▶ Fitch: In den meisten wichtigen Häusermärkten steigen Preise weiter – regulatorische Eingriffe bewirken wenig

Fitch untersucht in seiner Studie, im Gegensatz zur jüngsten S&P-Analyse, nicht nur Europa, sondern alle global im Fokus stehenden Häusermärkte. Der Ausblick für sieben der neun betrachteten Länder der Eurozone fällt bis 2019 positiv aus. Insgesamt bewertet die Agentur 22 Länder und erwartet für 2018 in 19 nationalen Häusermärkten steigende Preise während lediglich in zwei (Norwegen, Griechenland) die Preise rückläufig tendieren sollen

¹ Fitch: „Global Housing and Mortgage Outlook – 2018“ vom 29. Januar 2018. S&P: „Europe’s housing markets: soft landing in sight“ vom 7. Februar 2018.

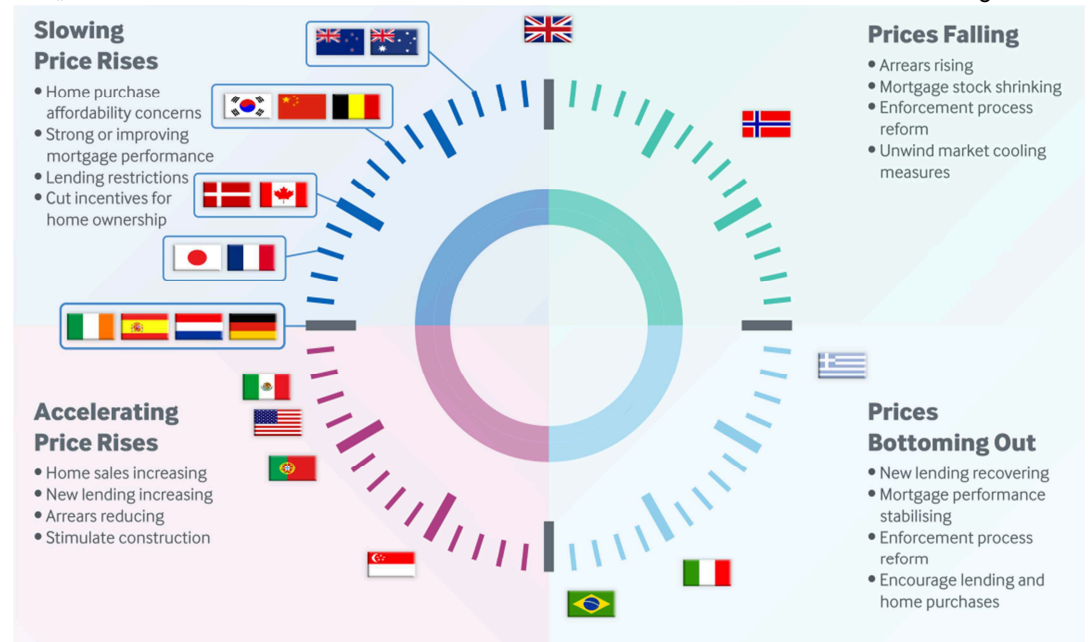
(UK unverändert). Darüber hinaus stellte Fitch rückblickend fest, dass die in den am stärksten überhitzten Regionen vorgenommenen regulatorischen Eingriffe angesichts günstiger Rahmenbedingungen (Wirtschaftswachstum, niedrige Zinsen) nur eine geringe bzw. lediglich vorübergehende Eindämmung der Preissteigerungen bewirkten.

- ▶ Wirtschaftsboom und Niedrigzins bleiben (noch) Haupttreiber – Risiko von Preis-einbrüchen hat zugenommen

Als wichtigste Gründe für die meist guten Aussichten in der Eurozone nennt Fitch (teils deutliches) Wirtschaftswachstum und das 2018 weiter niedrige Zinsumfeld infolge der noch anhaltenden monetären EZB-Unterstützung. In den für Investoren in den letzten Jahren stark an Bedeutung gewonnenen Überseemärkten Australien und Neuseeland bleibt der Anteil säumiger Immobilienkreditnehmer sehr gering. Die Preise dürften zwar weiter zulegen, wenn auch geringer als in den vergangenen Jahren. Auch Kanada profitiert von einer hohen Zahlungsmoral bzw. wenigen Kreditausfällen. Im Basisszenario geht die Agentur von einer Stabilisierung bzw. national nur moderat fallenden Preisen aus. Allerdings hat das Risiko (deutlicher) Preiskorrekturen in den überbewerteten kanadischen Städten weiter zugenommen.

Fitch verdeutlicht seine Erwartungen zudem anschaulich mithilfe einer sogenannten „Immobilienuhr“ auf der die aktuelle Situation der nationalen Wohnungsmärkte innerhalb seines Entwicklungszyklus gut abzulesen ist.

Die „Immobilienuhr“ von Fitch verdeutlicht die aktuelle Situation an den nationalen Wohnungsmärkten



Quelle: Fitch, BayernLB

Länderspezifische Entwicklung und „Gefahrenpotenzial“ für Investoren:

Deutschland: Pfandbrief-Investoren deutlich besser gegen Immobilien-Einbrüche geschützt als andere Investoren

- ▶ Deutscher Immobilienmarkt boomt – besonders in großen Städten

Nachdem die deutschen Wohnimmobilienpreise mehr als eine ganze Dekade lang kaum zulegten, stiegen sie seit Beginn des Jahrzehnts durchgehend und in den letzten drei Jahren mit einer durchschnittlichen nationalen Jahresrate von 6,9% deutlich an. Gleichzeitig hat das Risiko spekulativer Blasen in den Metropolen – in denen die Wohnraumknappheit und das Einkommenswachstum am ausgeprägtesten sind – am stärksten zugenommen.

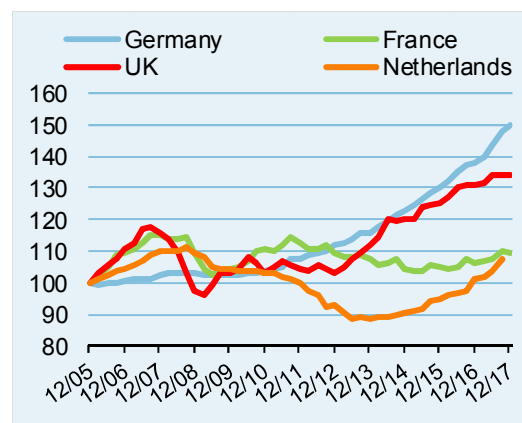
So schätzt die Bundesbank hier die Überbewertung von Wohnimmobilien auf 15% - 30%, da die Preissteigerung deutlich über der Zuwachsrate des verfügbaren Einkommens lag.

- ▶ Allmählich nachlassende Teuerung wahrscheinlich – stabile Beleihungswerte und fixe Zinszahlung positive Faktoren

Für die nächsten zwei Jahre erwarten Fitch und S&P eine Fortsetzung des Preisanstiegs. Hierfür sprechen die infolge des soliden Wirtschaftswachstums wahrscheinlich weiter steigende Wohnnachfrage und das anhaltend zu geringe Wohnraumangebot. Allerdings könnte 2017 nach Ansicht von S&P der Wendepunkt am deutschen Wohnimmobilienmarkt gewesen sein. So hat die Erschwinglichkeit von Wohnraum im Vergleich zum verfügbaren Einkommen oder auch zu Mietpreisen inzwischen extreme Werte erreicht. Zudem ist ein allmählicher Zinsanstieg absehbar, weswegen Fitch für 2018/2019 mit einer leicht nachlassenden Verteuerung von 5% bzw. 3% rechnet. S&P betont darüber hinaus, dass die Kreditvergabekriterien der Banken trotz des Booms nicht „aufgeweicht“ wurden. So sind die Beleihungsausläufe im nationalen Durchschnitt relativ stabil geblieben. Dies spricht dafür, dass sich trotz der Überhitzung am Immobilienmarkt die Schuldnerqualität nicht verschlechtert habe. Da in Deutschland zudem die Verzinsung in der Regel auf Festsatzbasis erfolgt, sollten (moderate) Zinserhöhungen für die Kreditnehmer gut verkraftbar sein.

Deutschland: Ende des Immobilien-Booms in Sicht?

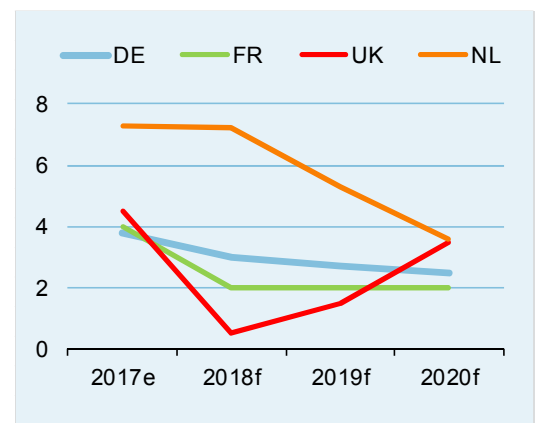
Nationale Häuserindizes; Normiert (2005=100)



Quelle: Bloomberg, BayernLB Research

Häusermärkte: S&P-Prognose für 2018/19/ 20 im Vergleich

S&P Prognose nation. Hauspreisindizes, Jahresänderung in %



Quelle: S&P, BayernLB Research

- ▶ Niedrige Beleihungswertgrenzen und konservatives Beleihungswertkonzept machen Pfandbriefe relativ unempfindlich gegenüber Immobilien-Crashes

Darüber hinaus weisen wir darauf hin, dass die Folgen eines weiteren Häuserpreisanstiegs (mit einem anschließenden womöglich starken Einbruch) für Pfandbriefe eher gering sind. Wichtigster Grund hierfür ist, dass selbst bei einem massiven Preiseinbruch die zu erwartenden Verluste in deutschen Deckungsstöcken sehr gering ausfallen sollten. Dies liegt zum einen an der – auch im internationalen Vergleich – sehr niedrigen deutschen Beleihungswertgrenze von 60%. Zum anderen ist hierfür aber auch das deutsche Beleihungswertkonzept verantwortlich. Nach dem PfandBG §16 (2) darf der Beleihungswert den Wert nicht überschreiten, der sich bei einer vorsichtigen Bewertung der zukünftigen Veräußerbarkeit einer Immobilie und unter Berücksichtigung der langfristigen, nachhaltigen Merkmale des Objektes, der normalen regionalen Marktgegebenheiten sowie der derzeitigen und möglichen anderweitigen Nutzungen ergibt. Spekulative Elemente, die Folge temporärer Überbewertungen sein könnten, dürfen explizit nicht berücksichtigt werden.

- ▶ Beleihungswertkonzept impliziert Puffer für Preisrückgänge

Dieses vorsichtige Wertermittlungskonzept für Immobilien führt auch dazu, dass der Beleihungswert – in der Regel deutlich – unter den aktuellen Marktpreisen liegt. Fitch hat dies 2014 in einer Studie auch explizit getestet.² So lag der Beleihungswert von insgesamt

² „Market vs. Mortgage lending values in Pfandbriefe“ vom 3. Februar 2014

7.493 deutschen Gewerbeimmobilien, die sich in den von Fitch gerateten Deckungsstöcken befanden, mit im Durchschnitt 12% doch recht deutlich unter den zu diesem Zeitpunkt herrschenden Marktwerten. Dieser Puffer impliziert also, neben der maximalen Beleihungswertgrenze von 60%, eine zusätzliche Absicherung für Pfandbriefinvestoren. Somit könnten die zugrunde liegenden Immobilien, ausgehend vom aktuellen Marktwert, eben nicht nur 40%, sondern sogar stärker verlieren, bis die sich im Deckungsstock befindlichen Darlehen nicht mehr durch den Wert der Immobilien gedeckt wären.³

- ▶ Pfandbriefgesetz schützt Investoren wirksamer als andere Gesetze gegen Übertreibungen – Dies relativiert auch negative Folgen des deutschen Immobilien-Booms

Dies zeigt, dass das Beleihungswertkonzept, im Vergleich zu den Marktwertkonzepten anderer Covered Bond Gesetzgebungen, deutlich konservativer und damit vorteilhaft für Investoren ausgelegt ist. Wichtig ist in diesem Zusammenhang auch, dass das deutsche Konzept Preiszuwächse der Vergangenheit als Bewertungspuffer für Preisabschwünge „zurücklegt“. So bleibt gemäß dem Pfandbriefrecht der sich für den Deckungsstock qualifizierende Teil des zugrundeliegenden Immobiliendarlehens von Preissteigerungen in der Regel völlig unberührt und darf nicht – im Gegensatz zu anderen Ländern – gemäß der Preisentwicklung am allgemeinen Immobilienmarkt indexiert werden. Dieser vorsichtige, auf die Bildung von Risikopuffer angelegte deutsche Ansatz relativiert zudem inwieweit mittelfristige Folgen des aktuellen deutschen Immobilienbooms - sprich das eventuelle Platzen eine Blase - negative Auswirkungen auf Pfandbriefe haben würden. Im Gegensatz zu anderen Ländern sind Pfandbrief-Investoren hier deutlich besser abgesichert.

Bewertung: Geringes Gefahrenpotenzial

Frankreich: „Soft landing“ nach einem außergewöhnlichen Jahr

- ▶ Häuserpreise entwickelten sich nach der Finanzkrise vergleichsweise moderat rückläufig

Der französische Immobilienmarkt entwickelte sich nach der Finanzmarktkrise ab 2008 und nach einer kurzfristigen Erholung ab 2012 aufgrund einer schwachen wirtschaftlichen Entwicklung und hartnäckig hoher Arbeitslosigkeit mehrheitlich rückläufig. Allerdings fielen die Rückgänge während der Krise im europäischen Vergleich relativ moderat aus. Während andere Häusermärkte im Jahresvergleich in der Spitze zweistellige Rückgänge der Hauspreisindizes verzeichneten (Irland -19%, Spanien -11%) lag der jährliche maximale Preisrückgang in Frankreich bei 4,2%.

- ▶ Nach einem außergewöhnlichen Jahr 2017 (+4%) prognostiziert S&P für 2018 bis 2020 um 2% anziehende Immobilienpreise

2017 war nach Ansicht von S&P in mehrerer Hinsicht ein außergewöhnlich positives Jahr für den französischen Immobilienmarkt. So sorgte die Erleichterung nach der Wahl Macrons, für Frankreich überdurchschnittliches Wirtschaftswachstum (+1,8%) und sehr niedrige Zinsen mit einem Plus von 4% für die höchste nationale Preissteigerung seit 2012. Für die kommenden Jahre erwartet die Agentur ein „Soft landing“ mit deutlich geringeren, aber weiter moderat steigenden Häuserpreisen (2018-20 jeweils +2% p.a.). Unterstützende Faktoren bleiben neben den vermutlich noch länger auf niedrigen Niveaus verharrenden Schuldzinsen und der unter Macron erwartete wirtschaftliche Aufschwung bei sinkender Arbeitslosigkeit. Hinzu kommen langfristige positive Entwicklungen wie die günstige demografische Entwicklung und der im Vergleich zur Nachfrage zu geringe Wohnungsbau. Ein Risiko bleibt nach Ansicht der französischen Zentralbank die steigende Verschuldung der Haushalte. Sie stieg im letzten Jahr auf 1,3 Billionen Euro bzw. 58% im Verhältnis zum BIP, seit 2008 eine durchschnittlich jährliche Zunahme um 3,9% (vergleichen Sie für historische Preisentwicklung und Prognose bitte die Grafiken auf Seite 4).

³ Legt man den von Fitch ermittelten Marktwertpuffer von 12% zugrunde, reduziert sich gewissermaßen die Beleihungswertgrenze um 12% auf 53%. Somit könnten die zugrunde liegenden Immobilien, ausgehend vom aktuellen Marktwert, eben nicht nur 40%, sondern sogar 47% verlieren, bis die sich im Deckungsstock befindlichen Darlehen nicht mehr durch den Wert der Immobilien gedeckt wären.

- Bewertung: Aufgrund konservativer Kreditvergabe und positiver Prognosen droht vom Immobilienmarkt aktuell keine Gefahr

Darüber hinaus gibt die Historie nach Ansicht von S&P keinerlei Hinweise, dass (deutlich) steigende Immobilienpreise zwangsläufig die Risiken für die Kreditbücher französischer Banken erhöhen würden. Zurückzuführen sei dies vor allem auf die konservativen Vergabekriterien der Institute. Französische Covered Bonds profitieren von der – insbesondere bei rein wohnwirtschaftlich besicherten Obligations de financement de l'habitat (OFH) – guten Deckungsstockqualität für die selbst ein (überschaubarer) Häuserpreisrückgang höchstens eine geringe Qualitätsverschlechterung bedeuten würde. Somit droht vom Immobilienmarkt für die Assetklasse aktuell keine Gefahr.

Bewertung: Geringes Gefahrenpotenzial

Spanien: Häusermarkt erholt sich weiter – Unsicherheitsfaktor Katalonien

- Nach der Immobilienkrise seit 2014 spürbare Erholung

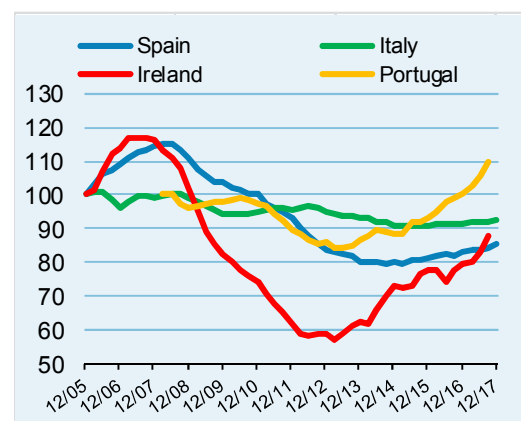
Aufgrund des positiven wirtschaftlichen Umfeldes der letzten Jahre hat sich der spanische Wohnimmobilienmarkt nach seinem Einbruch ab 2008 – die Preise gingen laut S&P zwischen Q3 2007 und Anfang 2014 um akkumuliert nicht weniger als 37% zurück – spürbar erholt. Seit Anfang 2016 stiegen die Preise um 4-5% und liegen nun rund 10% über den Werten von Anfang 2014. Die wichtigsten Gründe für die Erholung waren das solide wirtschaftliche Wachstum, die Verringerung der Arbeitslosigkeit, die niedrigen Finanzierungskosten und eine starke Nachfrage ausländischer Käufer in Tourismuszentren.

- Moderate Preissteigerungen bis 2020 am wahrscheinlichsten – Unsicherheitsfaktor Katalonien

Für die nächsten Jahre bis 2020 erwarten S&P und Fitch angesichts eines weiter positiven wirtschaftlichen Umfeldes und weiter attraktiver Kreditzinsen moderate einstellige Preissteigerungen von 3-4%. Gleichzeitig steigen auch in Spanien die Preise in den Metropolen deutlich stärker als im Landesdurchschnitt. So legten in Madrid Ende 2017 die Preise im Jahresvergleich um 17% zu. In Barcelona um 14,8%, wobei sie in den letzten drei Monaten des Jahres allerdings um 1,7% zurückgingen. Gegen ein deutliches landesweites Anziehen der Häuserpreise in den nächsten Jahren sprechen indes die weiterhin hohe Arbeitslosigkeit und der anhaltend hohe Bestand nichtverkaufter Häuser. Einen Unsicherheitsfaktor für den Immobilienmarkt stellen die Auswirkungen der politischen Unsicherheiten in Katalonien dar, das rund 20% der spanischen Wirtschaftsleistung erbringt. Nachdem die Wahlen Ende 2017 das Risiko einer Unabhängigkeit der Region nicht beseitigten, könnten sich die Hauspreise in diesem Jahr nach Ansicht von S&P hier rückläufig entwickeln.

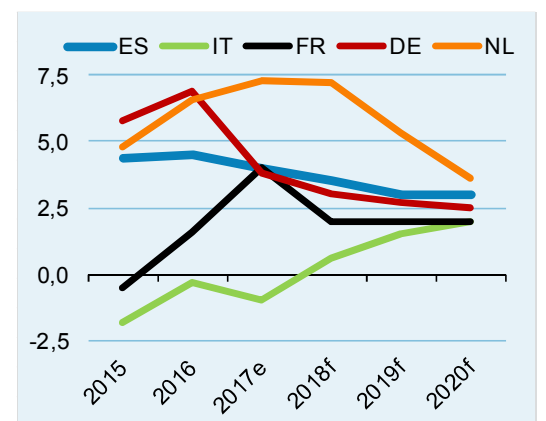
Bewertung: Geringes Gefahrenpotenzial

Spanischer Immobilienmarkt: Nach jahrelangen Preisrückgängen nun moderate Preiszuschläge
Nationale Häuserindizes; Normiert (2005=100)



Quelle: Bloomberg, nat. Statistikämter, BayernLB Research

Spanische Häuserpreise: S&P rechnet 2018-20 mit 2,5-3% Steigerung p.a.
S&P Prognose nation. Hauspreisindizes, Jahresänderung in %



Quelle: S&P, BayernLB Research

- ▶ Wir untergewichten spanische Cédulas – gegenüber Italien bevorzugen wir sie allerdings

Damit geht vom Immobilienmarkt aktuell keine Gefahr für Covered Bond Investoren aus. Mit der im Laufe des Jahres nachlassenden Unterstützung der EZB erwarten wir in den nächsten Monaten eine moderate Spread-Ausweitung bei Covered Bonds, von der die EU-Peripherie Segmente überproportional betroffen sein dürften. Daher untergewichten wir spanische Cédulas, trotz des Spread-Pickups gegenüber EU-Kernländern. Indes bevorzugen wir Spanien gegenüber Italien (das wir also stärker untergewichten), da wir in Italien größere wirtschaftliche und politische Risiken als in Spanien erwarten (vermutlich instabile zukünftige Regierung und NPL-Problematik italienischer Emittenten) und uns eine weitere Beruhigung um den Katalonienkonflikt am wahrscheinlichsten erscheint.

Italien: Der Immobilienmarkt bleibt das geringste Problem für italienische Covered Bonds...

- ▶ Der Immobilienmarkt zeigte in und nach der Finanzkrise zwar eine rückläufige, dennoch aber eine vergleichsweise stabile Entwicklung

Der italienische Immobilienmarkt zeigte während und nach der Finanzkrise zwar moderat rückläufige Bewertungen, verzeichnete aber im Vergleich zu anderen, deutlich volatileren europäischen Ländern geringere Preisschwankungen. Während andere EU-Peripherie-Häusermärkte nach Beginn der Finanzkrise in der Spitze zweistellige Rückgänge der Hauspreisindizes verzeichneten (Irland: 19%, Spanien: 11%) lag der jährliche Preisrückgang in Italien maximal bei – für Covered Bond Investoren relativ undramatischen – 5% (im Oktober 2009). Seit 2016 (+0,5%, 2017 +1,4%) scheinen die Preisrückgänge nun auszuweichen. Auffällig bleibt weiterhin die regional stark unterschiedliche Entwicklung. So tendierten die Häuserpreise in der Mitte und im Süden des Landes, wo die wirtschaftliche Erholung deutlich hinterherhinkt bzw. die Arbeitslosigkeit junger Leute teils dreimal so hoch wie im Norden ausfällt, deutlich negativer als im Norden.

- ▶ Fitch und S&P erwarten für 2017/18 stabile Preise – keine Anzeichen für Überhitzung wie in vielen anderen Ländern

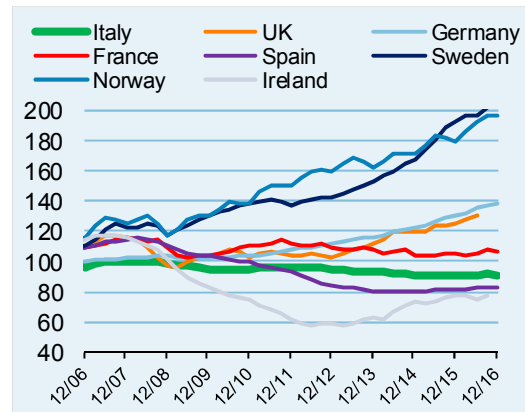
Fitch und S&P erwarten infolge sich verbessernder wirtschaftlicher Rahmenbedingungen und anhaltend recht niedriger Zinsen eine steigende Immobiliennachfrage. Dieser steht allerdings – im Gegensatz zu vielen Ländern – ein Überangebot an Wohnraum gegenüber. Zwar wird somit das Angebots-/Nachfrage-Ungleichgewicht allmählich abgebaut, indes dürften die Häuserpreise lediglich marginal (1-2%) ansteigen. Darüber hinaus zeigt der italienische Häusermarkt nach Ansicht von Fitch weiterhin keinerlei Zeichen einer Überbewertung wie aktuell in vielen anderen Ländern zu beobachten. So lag beispielsweise die Verschuldung der privaten Haushalte im Vergleich zum Bruttoeinkommen im ersten Quartal 2017 nur bei 61,8% und damit deutlich unter dem EU-Durchschnitt (94,7%).

- ▶ Bewertung: Keine Immobilien- aber politische und Bonitätsrisiken – an der guten Deckungsstockqualität dürfte dies aber nicht ändern

Somit droht vom Immobilienmarkt keine Gefahr für italienische Covered Bonds. Problematischer wirkt da schon die politisch weiter angespannte Lage. Nach den Wahlen im März, die keinen klaren Sieger hervorbrachte, erwarten wir eine instabile Regierung. Zudem bleibt zweifelhaft, ob diese die Kraft aufbringt, dringend benötigte Reformen anzustoßen. Hinzu kommt die nach wie vor schwache Asset-Qualität italienischer Banken. So lag Ende 2017 gemäß S&P der Anteil der „Non performing exposures“ (NPE) an den Kundenkrediten noch immer bei hohen 17%. Während dies definitiv noch länger die Bonität der Emittenten belastet, dürfte die schwache Asset-Qualität auch weiterhin nicht auf die Cover-Pool-Qualität italienischer Covered Bonds durchschlagen. Schließlich konzentrieren sich die Kreditrisiken in den italienischen Darlehensbüchern ganz überwiegend auf kleine und mittlere Unternehmen, während die Deckungsstöcke ganz überwiegend aus wohnwirtschaftlich (und nicht gewerblich) genutzten erstrangigen Hypothekendarlehen mit niedrigen durchschnittlichen indexierten Beleihungswerten um die 50% bestehen.

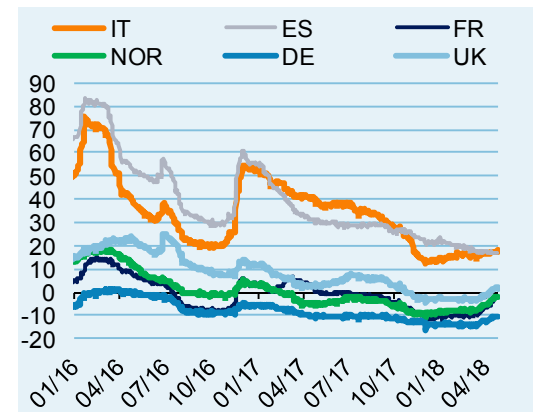
Bewertung: Geringes Gefahrenpotenzial

Italienischer Immobilienmarkt: Stabilisierung der Häuserpreise setzt sich fort
Nationale Häuserindizes; Normiert (2005=100)



Quelle: Bloomberg, BayernLB Research

Wegen auslaufender EZB-Käufe untergewichten wir italienische Covered Bonds
ASW in Bp



Quelle: Datastream BayernLB Research

Großbritannien: Wir erwarten einen „hard Brexit“ und Druck auf Immobilienpreise, aber keinen Einbruch

- Seit 2014 steigen die Häuserpreise aufgrund regulatorischer Eingriffe und Brexit-Ängste immer langsamer

In Anschluss an den Einbruch am britischen Immobilienmarkt um aggregiert mehr als 20% infolge der Rezession in den Jahren 2007/08, stabilisierte sich die Entwicklung. Ab 2012/13 (+2,3%; 4,5%) legten die Preise aufgrund der positiven wirtschaftlichen Erholung, der rückläufigen Arbeitslosigkeit und den sehr niedrigen Hypothekenzinsen wieder stärker zu. Nachdem 2014 mit einer nationalen Preissteigerung von 8,5% der höchste Zuwachs seit dem Immobilieneinbruch verzeichnet wurde, fiel die Teuerung infolge strengerer regulatorischer Anforderungen an die Kreditvergabe 2015 und 2016 mit 6,4% bzw. 6,0% geringer aus. Im vierten Quartal 2017 stiegen gemäß Nationwide die nationalen Häuserpreise aufgrund der Brexit-Unsicherheiten sogar nur noch um 2,7%.

- Bei einem geordneten UK-Austritt dürften die Häuserpreise weiter moderat steigen

Unter der Voraussetzung eines geordneten Austritts des Königreiches aus der EU erwarten Fitch und S&P für 2018 stagnierende und in den Folgejahren moderat steigende Häuserpreise. Stützend dürften sich hierbei eine weiter niedrige Arbeitslosigkeit, vermutlich nur leicht steigende Zinsen und das zu geringe Wohnraumangebot auswirken. Risikofaktoren sind zum einen das bedenkliche Verhältnis von Immobilienpreisen zu Einkommen, das auf dem höchsten Wert der letzten fünf Jahre rangiert und zum anderen das Ergebnis der Brexit-Verhandlungen. Sollte der EU-Zugang Großbritanniens in den für das Land zentralen wirtschaftlichen Sektoren eingeschränkt werden, würde dies neben der Wirtschaft auch die Häuserpreise, speziell im Großraum London, belasten.

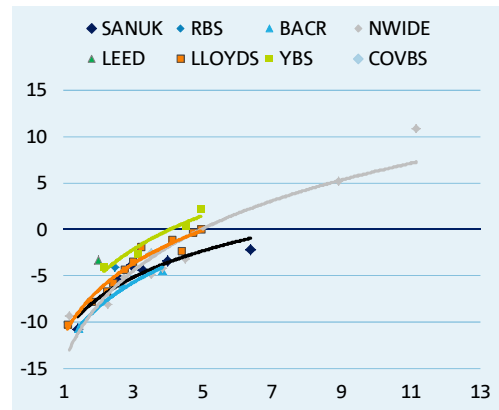
- Segment weist Relative Value auf – auch bei einem EU-Austritt

Nach Ansicht unserer Volkswirte bleibt die politische Situation in UK unsicher und auch die Brexit-Verhandlungen dürften sich weiterhin schwierig gestalten – wir halten einen „hard Brexit“ für das wahrscheinlichste Szenario. Somit sind negative Auswirkungen auch auf dem Immobilienmarkt nicht auszuschließen, wir erwarten aber keinen massiven Einbruch. Für Covered Bond Investoren ist indes die wichtigere Frage, ob die vorteilhafte regulatorische Einstufung für UK erhalten bleibt. Sollte das Land nach Abschluss der Austrittsverhandlungen nicht im EWR verbleiben, dürfte die gleiche regulatorische Behandlung wie bei kanadischen Covered Bonds anzuwenden sein, bei einem Verbleib im EWR vergleichbar zu norwegischen Covered Bonds. Norwegen und Kanada handeln bei ähnlicher Duration (und u.E. vergleichbarer Qualität) um 3 - 5 Bp enger, gegenüber deutschen Pfandbriefen weisen UK Covered Bonds sogar einen Spread Pick-up von 10 - 15 Bp auf. Insofern raten wir Investoren, die mit einem gewissen „Headline Risk“ leben können, zu einer Überge-

wichtung von UK Covered Bonds. Vergleichen Sie hierzu auch nachfolgende Grafiken.

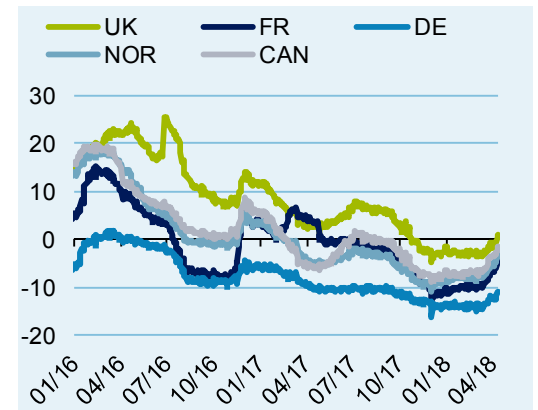
Bewertung: Mittleres Gefahrenpotenzial

UK Sekundärmarkt-Spreads: Aktuell acht Benchmark-Emittenten
ASW in Bp



Quelle: Bloomberg, BayernLB Research

UK Covered Bonds: Pickup zu Norwegen, Kanada und Pfandbriefen
ASW in Bp



Quelle: Datastream, BayernLB Research

Norwegen: Korrektur eingeläutet – Gefahren für Covered Bonds begrenzt

- Nach acht Jahren deutlich steigende Preise wurde 2017 die Korrektur eingeläutet

Die norwegischen Immobilienpreise stiegen in der Dekade bis 2016 um rund 70%. Die Ursachen für diese Entwicklung sind neben den niedrigen Zinsen – die meisten Hypothekendarlehen werden variabel verzinst und profitierten somit hiervon vollständig –, die niedrige Arbeitslosenrate, die Zuwanderung (insbesondere in die Städte) und das zu niedrige Wohnraumangebot (speziell in und um Oslo). Indes variiert die Hauspreisinfation innerhalb Norwegens ganz erheblich. Während in der Region Oslo die Zuwächse 2016 mehr als 20% betragen, tendierten sie in den von der Ölförderung abhängigen Regionen weiter rückläufig. 2017 könnte nach acht Jahren die Korrekturbewegung am norwegischen Wohnimmobilienmarkt eingeleitet worden sein. So gingen zwischen April und Dezember die nationalen Häuserpreise um 6,7% zurück, in Oslo sogar um 11,5%. S&P stuft den Immobilienmarkt als deutlich überbewertet ein. So sind die Immobilienpreise seit 2002 um 20% stärker gestiegen als die verfügbaren Haushaltseinkommen.

- Regulatorische Begrenzungen wirkten lange nicht – mit nun leicht steigenden Zinsen zeigen sie Wirkung

Zur Begrenzung des Hauspreisanstiegs bzw. der hohen Verschuldung der privaten Haushalte (2017 244% i.V. zum verfügbaren Einkommen) hat die Bankenaufsicht den Instituten bereits 2012 empfohlen die Hypothekenkreditvergabe auf maximal 85% des Beleihungswertes der zugrunde liegenden Immobilie zu begrenzen und die Vergabe von „Interest-only“ Darlehen (Darlehensrückzahlung erst am Laufzeitende) einzuschränken. Da diese Empfehlungen nicht zum gewünschten Erfolg führten, hat die Aufsicht diverse regulatorische Maßnahmen beschlossen. So wurde im Juni 2015 eine verbindliche Beleihungswertgrenze von 85% eingeführt. Dazu wurden die bisher nur für Oslo geltenden Maßnahmen Anfang 2017 auf das ganze Land ausgedehnt und u.a. eine verbindliche jährliche Rückzahlung von 2,5% des Darlehensteils jenseits eines Beleihungswertes von 60% (zuvor 85%) eingeführt, dazu wurde die Kreditsumme auf das Fünffache des Jahreseinkommens beschränkt. Indes begrenzten die Eingriffe nach Ansicht von Fitch lange nicht den Preisauftrieb, weil gleichzeitig die Zinsen immer tiefer fielen. Mit nun inzwischen leicht steigen-

den Zinsen waren die (verschärften) Kreditbeschränkungen von Anfang 2017 nach Ansicht der Agentur die Hauptursache für die Preisrückgänge, insbesondere in Oslo.

- Ausblick: Moderat fallende Preise am wahrscheinlichsten

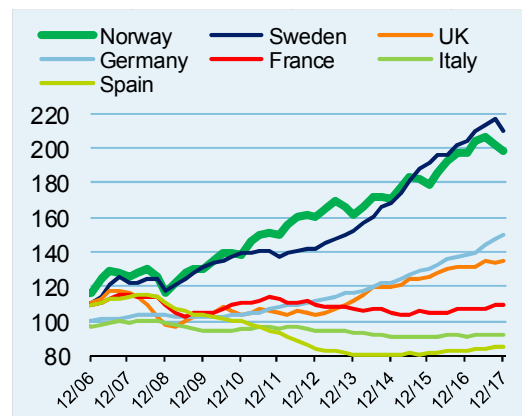
Für 2018/19 erwartet Fitch, dass die Krediteinschränkungen zu moderat fallenden Häuserpreisen, speziell in Oslo beitragen, wo zudem der Wohnungsbau einen historischen Höchststand erreicht und der Zuzug sich inzwischen reduziert. Längerfristig dürften zudem steigende Kreditzinsen und strengere Kreditvergabekriterien die Preissteigerungen dämpfen. Darüber hinaus birgt der Immobilienboom in Kombination mit der hohen Verschuldung der Privathaushalte unseres Erachtens definitiv Gefahren für norwegische Kreditnehmer. Allerdings erklärt sich die hohe Verschuldung auch nach Ansicht von S&P mit der mit über 85% ungewöhnlich hohen Hauseigentümerquote. Dies führe zwangsläufig dazu, dass Vermögen und Schulden der Haushalte höher als in Ländern mit großem Mietmarkt ausfallen (für einen Vergleich mit anderen EU-Ländern siehe nachfolgende rechte Grafik).

- Selbst bei einem deutlicherem Hauspreistrückgang erwarten wir keine markanten negativen Auswirkungen für norwegische Covered Bonds

Sollte es in den nächsten Jahren zu einem (deutlichen) Hauspreistrückgang kommen, erwarten wir dennoch keine markanten negativen Auswirkungen für norwegische Covered Bonds. Zum einen verfügen norwegische Banken über eine gute Asset-Qualität und ausreichend hohe Kapitalquoten. Zum anderen sorgen die niedrigen durchschnittlichen Beleihungswerte zwischen 50 und 60% in norwegischen Deckungsstöcken für hohe Puffer gegen – auch größere – Preisstürze. Und schließlich verfügt Norwegen über ein umfangreiches soziales Netz bzw. hohe monetäre Reserven, die falls notwendig auch deutlichere negative Auswirkungen auf Wirtschaft bzw. Bevölkerung begrenzen sollten.⁴

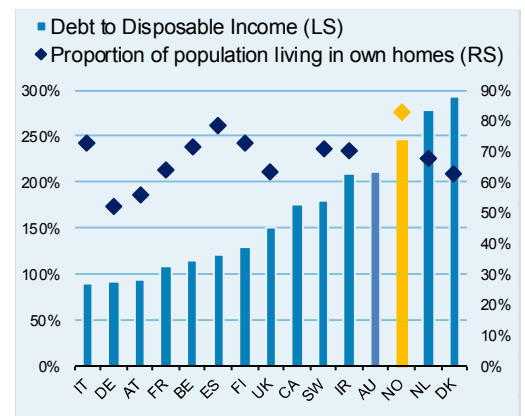
Bewertung: Mittleres Gefahrenpotenzial

Entwicklung norwegischer Hauspreise im europäischen Vergleich
Nationale Häuserindizes; Normiert (2005=100)



Quelle: Bloomberg, BayernLB Research

Norwegen: Hohe private Verschuldung auch mit hoher Hauseigentümerquote zu erklären
Debt-to-Income (DTI) und Wohnungseigentümerquote in %



Quelle: S&P, BayernLB Research; Keine Angabe für Australien und Kanada

⁴ Moody's argumentiert in einem im letzten Jahr veröffentlichten Report ganz ähnlich: "Covered Bonds well-placed amid rising housing market risks inOslo". Vom 6. Februar 2017.

Schweden: Turnaround deutet sich an – hohe private Verschuldung birgt Risiken

- Fast ununterbrochener Preisanstieg seit Mitte der 1990er – Turnaround im letzten Jahr?

Die Häuserpreise in Schweden weisen bereits seit Mitte der 1990er Jahre eine steigende Tendenz auf, mit nur kleineren Korrekturen 2009 und 2011. Bis 2015 legte die Preisdynamik sogar noch zu. Nach jährlichen Steigerungsraten von 7,1% (2013) und 10,3% (2014) betrug der Auftrieb bei Wohnimmobilien 2015 sogar 14,2%. Ausgelöst wurde der Preisboom durch eine Kombination aus Steuervorteilen bei der Schuldenaufnahme, gesetzlicher Überregulierung des Mietwohnungsmarktes, einem zu geringen Wohnraumangebot in Ballungsgebieten sowie äußerst niedrigen Hypothekenzinsen. 2016 (+7,2%) und insbesondere 2017 als die Häuserpreise gemäß Eurostat nur noch 2,8% zulegten, beruhigte sich der Preisauftrieb. Zum Jahresende fielen die Bewertungen im Quartalsvergleich sogar um 3%.

- Prognose: S&P erwartet eine Stabilisierung – hohe Verschuldung und Zinsanstieg bergen Risiken

Indes haben Regierung und Aufsichtsbehörden in den letzten Jahren vielfältige Maßnahmen ergriffen um den Preisauftrieb einzudämmen.⁵ Gemäß S&P zeigen diese inzwischen auch Wirkung, wie neben den jüngsten Preisrückgängen auch die markant gestiegenen Baubeginne signalisieren.⁶ Zudem antizipiere der Markt einen Anstieg der Hypothekenzinsen. So erwarten die Marktteilnehmer eine Zunahme des Leitzinses der schwedischen Riksbank ab Mitte 2018 um bis zu 1,25%. Für 2018 erwartet S&P eine Stabilisierung der Immobilienpreise und 2019 eine moderate Zunahme. Indes könnte die im März 2018 eingeführten zusätzlichen Tilgungsvorschriften für hoch verschuldete Haushalte (Hypothekenschulden > 4,5-fache ihres Einkommens) auch regional zu weiteren Preisrückgängen führen, zum Beispiel bei Appartements in Stockholm und Göteborg. Darüber hinaus gehen von der hohen Verschuldung der Haushalte (Ende 2017 185% i.V zum verfügbaren Einkommen) trotz der jüngsten Preisrückgänge weitere Risiken aus. Da zudem mehr als die Hälfte aller Hypothekenkredite auf variabler Zinszahlung beruhen, berge ein schneller als erwarteter Zinsanstieg zusätzliche Belastungen für die schwedischen Häuslebauer.

- Selbst ein deutlicher Preisrückgang hätte vermutlich keine Auswirkungen auf die Ratings schwedischer Covered Bonds

Mit deutlichen Zeichen einer Überbewertung am schwedischen Immobilienmarkt haben auch die Risiken eines (drastischen) Einbruchs zugenommen. Allerdings dürfte selbst ein fühlbarer Preisrückgang wahrscheinlich nicht zu Rating-Herabstufungen von Covered Bonds führen, da die Rating-Agenturen mögliche Rückschläge am Immobilienmarkt durchaus bei der Bewertung von Covered Bonds berücksichtigen. So wies z.B. S&P in einer Ende 2015 publizierten Studie darauf hin, dass selbst ein massiver Preissturz von 30% wahrscheinlich keine Auswirkungen auf die Covered Bond Ratings haben würde.⁷ Vergessen werden darf zudem nicht, dass die umfangreichen eingeleiteten Maßnahmen der letzten Jahre sogar einen positiven Effekt auf die Kreditqualität der Deckungsstöcke implizieren und dies die Ratings von Covered Bonds tendenziell stützt. Zudem trugen die bereits Anfang 2013 eingeführten Änderungen der schwedischen Covered Bond Gesetzgebung den Sorgen vor einer potenziellen Blasenbildung am schwedischen Immobilienmarkt Rechnung. So müssen Emittenten Risikoszenarien eines drastischen Hauspreisverfalls simulieren und der Aufsicht mögliche Lösungen für eine Unterdeckung aufzeigen.

⁵ Hierzu zählen die Einführung einer maximalen Beleihungsgrenze von 85% für neue Immobiliendarlehen (Oktober 2010), die Anhebung der für die Eigenkapitalunterlegung von Banken relevanten Risikogewichte für Immobiliendarlehen von 15% auf mindestens 25% (2014) und die Verschärfung der Erschwinglichkeitsprüfung neuer Darlehensnehmer. Zudem hat Schweden 2015 einen antizyklischen Kapitalpuffer von 1,0% eingeführt um die Kapitalreserven der Banken zu stärken. Dazu hat die schwedische Aufsicht im Juni 2016 eine Mindesttilgung von 2% jährlich bei Neukrediten mit Beleihungswerten über 70% und eine Mindesttilgung von 1% bis ein Beleihungswert von 50% erreicht ist, eingeführt.

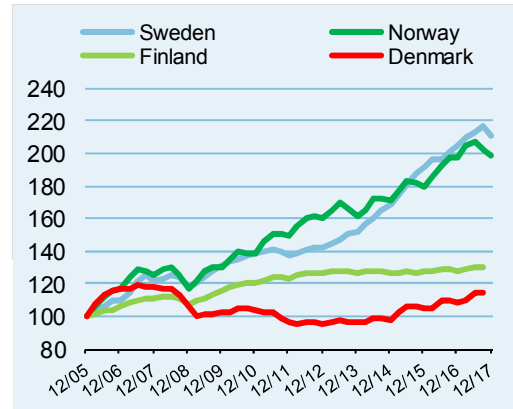
⁶ S&P „Banking Industry Country Risk Assessment: Sweden“ vom 24. November 2017 und S&P „Sweden AAA/A-1+ Ratings affirmed; outlook stable“ vom 2. März 2018.

⁷ S&P: „Covered Bond Ratings In Sweden Reflect Current Risks In The Housing Market“ vom 8. Dezember 2015.

Bewertung: Mittleres Gefahrenpotenzial

Schwedische Häuserpreise: Turnaround vollzogen?

Nationale Häuserindizes; Normiert (2005=100)



Quelle: BayernLB Research; Bloomberg; nationale Statistikämter; Eurostat

Schwedische Covered Bonds: Überdurchschnittliche Bonität, aber unterdurchschnittliche Performance erwartet

Fundamentale Faktoren	
Qualität der Gesetzgebung	+
Qualität Deckungswerte / Liquiditätsrisiken	+
Emittentenbonität / Ausblick Bankensystem	+
Ratingagenturen / Downgrade-Risiko	+
Systemische Relevanz	+
Performance-Erwartung / Marktrisiko	
Erwartete Spread-Entwicklung	0
Relative Value / Spread-Vorteil	-
Volatilität	+
Liquidität / Markttiefe	0
Gewichtung	Neutral

Quelle: BayernLB Research; S&P 2001=100; income = disposable income; f= forecast

Australien: Risiken zwar gewachsen, aber immer noch relativ gering

- ▶ Nach einer Entspannung 2011/12 stiegen bis Ende 2017 die Häuserpreise wieder deutlich

Nach einer Beruhigung in den Jahren 2011/12 stiegen am australischen Häusermarkt die Preise bis Ende 2016 wieder deutlicher (2013: 10,0%; 2014 6,7%; 2015: 8,7%; 2016 7,7%). Die Gründe für den Boom liegen u.a. in der hohen Zuwanderung in die Städte, in dem zu geringen Wohnraumangebot sowie der angesichts des Niedrigzinsumfeldes guten Kreditverfügbarkeit. Die Metropolen Sydney und Melbourne wiesen dabei die höchsten Preisanstiege auf, während die Zunahme im nationalen Durchschnitt gedämpfter ausfiel. Bis November 2017 stiegen die Preise in den großen Städten gemäß Fitch im Jahresvergleich dann etwas moderater (6,6%) während sie im Vorjahr noch um 10,9% zulegten.

- ▶ 2018 sollten die Preise nur noch moderat ansteigen – wenn die regulatorischen Eingriffe endlich greifen

Für 2018 rechnet S&P mit einem weiteren Anstieg der Häuserpreise, allerdings mit 2,6% deutlich moderater (Fitch erwartet 2,0%). So wurden von der australischen Bankenaufsicht und Regierungsstellen umfangreiche Maßnahmen ergriffen. Hierzu zählen die Begrenzung der Kreditvergabe für Interest-Only und Investoren-Darlehen, die seit Juli 2016 geltenden höheren Kapitalanforderungen für Hypothekendarlehen, die seit Juli 2017 geltenden Eigentümerbeschränkungen in New South Wales und Victoria sowie die von der Regierung unternommenen Anstrengungen zur Erhöhung des Immobilienangebots. Indes ist für S&P keineswegs ausgemacht, dass diese Maßnahmen bereits 2018 den Preisanstieg wirksam bremsen werden. Vielmehr sei durchaus denkbar, dass diese Faktoren erst in den Folgejahren („in the longer term“) greifen werden.

- ▶ Risiken eines Preiseinbruchs gewachsen – aber immer noch relativ gering und für die Covered Bond Emittenten gut verkraftbar

Darüber hinaus sind gemäß S&P – und wir würden uns hier anschließen – die Risiken eines Preiseinbruchs in den letzten zwölf Monaten zwar gewachsen, diese aber immer noch relativ gering.⁸ Hierfür spricht zum einen das erwartete solide Wirtschaftswachstums Australiens, die niedrige Arbeitslosigkeit, im historischen Vergleich weiter niedrige Zinsen und das anhaltend zu geringe Wohnraumangebot. Diese Faktoren dürften noch mindestens zwei Jahre anhalten und einem Wohnpreisrückgang entgegenstehen. Sollten die

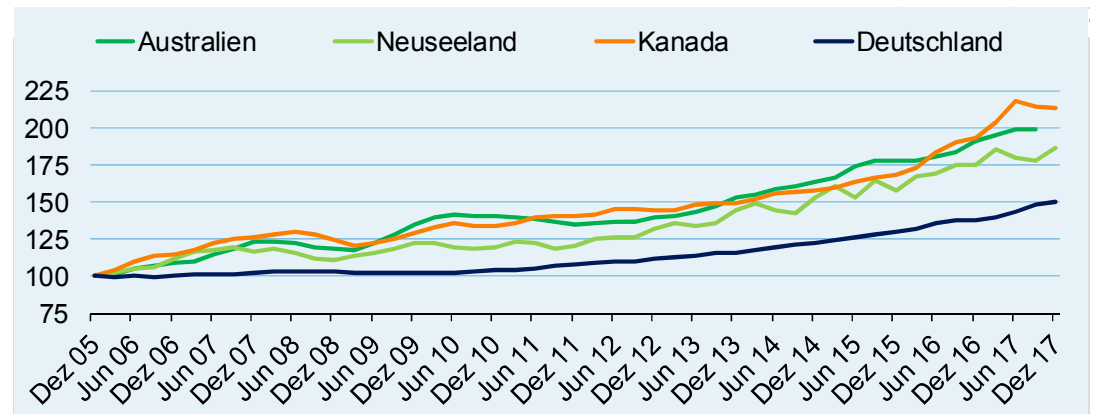
⁸ S&P: „Banking Industry Country Risk Assessment: Australia“ vom 2. November 2017.

Häuserpreise dennoch (deutlich) fallen, lässt die konservative Kreditvergabe australischer Banken überschaubare Kreditverluste erwarten, die zudem infolge der sehr soliden Kapitalbasis der mehrheitlich „AA“-gerateten Banken, gut verkraftbar sein müssten.⁹

Bewertung: Mittleres Gefahrenpotenzial

Häuserpreise AU/CA/NZ: Deutliche Preissteigerungen in allen 3 Ländern – „Bremsende“ regulatorische Eingriffe wirkten bisher relativ wenig

Entwicklung nationaler Hauspreisindizes, nominal (2005 = 100)



Quelle: BayernLB Research; D: vdp Preisindex für selbstgenutztes Wohneigentum, Australian Bureau of Statistics (Price Index of Established Houses), Real Estate Institute of New Zealand, Canada Mortgage and Housing Corp, S&P / Case-Shiller Composite All Home Price Index

Neuseeland: Stabilisierung inzwischen erkennbar – mehrere Faktoren begrenzen Risiken für Investoren

- ▶ Die neuseeländischen Häuserpreise haben zwischen 2008 und 2015 mehr als 70% zugelegt

Die Häuserpreise in Neuseeland haben zwischen 2008 und 2015 im nationalen Durchschnitt um mehr als 70% zugelegt. Noch stärker fielen die Immobilienpreiszuwächse in der wirtschaftlich stärksten Region Auckland aus (2015/16 noch 23%/12,5%). Neben einer zu geringen Neubautätigkeit und der hohen Zuwanderung hat das über mehrere Jahre anhaltende Niedrigzinsumfeld das Immobilienkreditvolumen und die Häusernachfrage markant ansteigen lassen. Allerdings resultiert der starke Preisanstieg in Auckland auch aus erhöhtem Investoreninteresse, auf die fast 40% der Immobilienkäufe entfallen.

- ▶ Stabilisierung inzwischen deutlich erkennbar – 2018/19 dürfte Preisanstieg nur noch moderat ausfallen

Seit dem letzten Jahr scheint sich die Häuserpreisentwicklung nun zu stabilisieren. Während die Preise um die Region Auckland sogar leicht zurückgingen, legten sie im Rest Neuseelands im November 2017 nur noch mit einer Jahresrate unter 4% zu. Die Gründe hierfür sieht S&P in allmählich steigenden Kreditzinsen und den eingeschränkten Kreditvergabekriterien sowohl in Hinblick auf Beleihungswerte als auch Verschuldung.¹⁰ So fiel der Anteil der Kredite mit Beleihungswerten über 80% an neu vergebenen Wohnkrediten im August 2017 landesweit auf 6,5%, während deren Anteil im Februar 2013 noch bei rund 30% lag. Zudem legten die Baubeginne in den letzten Jahren deutlich zu und verringerten

⁹ Für eine ausführliche Analyse zu australischen Covered Bonds vergleichen Sie bitte auch unser Covered Bond Spezial „[Australien – Trotz Headline-Risk qualitativ gute Alternative zu EWR Covered Bonds](#)“ vom 16. März 2018.

¹⁰ Zunächst nur geltend für Auckland, 2016 aber auf ganz Neuseeland ausgeweitet, wurden weitreichende Einschränkungen verordnet. So dürfen Kredite mit Beleihungsausläufen über 70% nur noch 5% der insgesamt an Investoren neu vergebenen Hypothekendarlehen umfassen. Dazu dürfen maximal 10% der an selbstgenutzte Immobilien gebundenen Hypothekendarlehen einen Beleihungswert über 80% aufweisen. S&P: „Banking Industry Country Risk Assessment: New Zealand“ vom 13. November 2017.

somit das Angebot-/Nachfrageungleichgewicht. Trotz dieser Kreditvergabe und Hauspreis-inflation dämpfenden Schritte erwartet S&P in den nächsten Jahren weiter moderat steigende Wohnimmobilienpreise (2018/19 3,0%/2,8%). Schließlich blieben die Kreditzin-sen weiter relativ niedrig. Zudem werde die Angebotslücke in der bevölkerungsreichsten Stadt Auckland eher größer als kleiner. Während auch Fitch 2018 moderat steigende Prei-se (0-5%) erwartet, kündigte die Zentralbank am 29. November 2017 sogar Pläne an, Be-schränkungen der Kreditvergabe für höhere Beleihungswerte etwas zu lockern. So soll beispielsweise der Anteil an neu vergebenen selbstgenutzter Immobiliendarlehen mit Be-leihungswerten über 80% von 10% auf 15% erhöht werden.

- Mehrere Faktoren begrenzen Risiken für Investoren

Unseres Erachtens spricht einiges dafür, dass die Risiken eines eventuellen Einbruchs am Immobilienmarkt überschaubar bzw. eventuelle Folgen für die Covered Bond Emittenten beherrschbar sind. Die niedrigen durchschnittlichen Beleihungswerte (um bzw. nur leicht über 50%) der ausschließlich wohnwirtschaftlich besicherten Deckungsstöcke, die nach Ansicht von S&P konservative Immobilienkreditvergabe sowie die in der Vergangenheit hohe Zahlungsmoral der Immobilienkreditnehmer – „die 90 Tage+“ Zahlungsrückstände liegen stabil unter 0,5% – lassen lediglich begrenzte Kreditverluste erwarten. Zudem sollte die Wirtschaft des Landes auch 2018 mit +2,8% kräftig wachsen und darüber hinaus verfü-gen die großen vier neuseeländischen Banken über eine stabile Marktposition, hohe Boni-täten (alle im niedrigen „AA“- bzw. hohen „A“-Bereich) sowie eine sehr solide Kapitalbasis, weswegen überschaubare Abschreibungen gut verkraftbar sein sollten.¹¹

Bewertung: Mittleres Gefahrenpotenzial

Kanada: Risiken eines Preiseinbruchs gestiegen – Covered Bonds aber auch hierfür gut abgesichert

- Der kanadische Immobilienmarkt hat sich enorm verteuert – Vancouver und Toronto legen seit Anfang 2015 fast 50% zu

Die seit Jahren steigenden Immobilienpreise mit immer neuen Rekordhöhen (besonders in den Großstädten Vancouver und Toronto, die zusammen etwa ein Drittel des Gesamtmarktes umfassen) lassen auf eine Überhitzung des kanadischen Häusermarktes schließen. So stiegen die Wohnpreise in diesen beiden Städten seit Anfang 2015 um fast 50%, während sie in anderen Städten (Montreal, Calgary, Edmonton) nur wenig bzw. maximal 10% zulegten. Besonders in Vancouver und Toronto ist nach Ansicht von Fitch die Woh-nungsknappheit (besonders im Verhältnis zum starken Zuzug) sicher ein zentraler Erklär-ungsfaktor. Dennoch könne dies die enorme Verteuerung nur teilweise erklären, wenn man die Entwicklung der Einkommen, Beschäftigung und Bevölkerung berücksichtige.

- Gegenmaßnahmen schwächen vor allem Kreditnachfrage, während Immo-bilienangebot in den großen Städten sich erst mittelfristig verbessert

Um einer Immobilienblase entgegenzuwirken, wurden seit 2014 die Regularien für Hypo-thekendarlehen besonders in den am stärksten betroffenen Regionen (teils drastisch) ver-schärft.¹² Zwar gingen die Häuserpreise im Schlussquartal 2017 im nationalen Durchschnitt und auch in Toronto marginal zurück, dennoch ist bisher kein nachhaltiger Effekt auf die Häuserpreisentwicklung festzustellen. Dies ist durchaus nachvollziehbar, da die ergriffenen Maßnahmen vor allem die Kreditnachfrage schwächen sollen, das hohe Angebotsdefizit

¹¹ Für eine ausführliche Analyse zu neuseeländischen Covered Bonds vergleichen Sie bitte auch unser Covered Bond Spezial „Neuseeland – Gute Qualität vom anderen Ende“ vom 19. Januar 2018.

¹² Hierzu zählen strengere Kreditvergabekriterien, höhere Kapitalunterlegung und schnellere Rückzahlungsvorga-ben für neu vergebene Darlehen. Zuletzt wurden im Herbst 2016 auch die Vorgaben für Kredite zur Finanzierung von eigengenutzten Immobilien mit staatlicher Kreditversicherung verschärft. Darüber hinaus haben auch die besonders betroffenen Städte Vancouver und Toronto Maßnahmen zur Abschreckung spekulativer – oft ausländischer – Käufer erlassen, z.B. höhere Steuersätze für Besitzer mehrerer Immobilien bzw. für Nicht-Kanadier beim Häuserkauf.

aber nicht beseitigen. Da sich die Wohnungsknappheit in Toronto und Vancouver (besonders im Verhältnis von Zuzug) erst mittel- bzw. langfristig verbessern lassen wird, könnten die Preise im landesweiten Durchschnitt weiter steigen. Fitch hält eine zukünftig moderatere Preisentwicklung für das wahrscheinlichste Szenario. Sollten die Preise aber in Toronto und Vancouver weiterhin ähnlich stark zulegen wie in den letzten Jahren, erhöhe sich das Risiko einer deutlichen Preiskorrektur deutlich.

- Prognose: Viel spricht für ein Soft Landing des Häusermarktes,...

In Kanada birgt die Kombination aus hoher privater Verschuldung (seit 1990 von 90% auf Mitte 2017 170% i.V. zum verfügbaren Einkommen) und starker Immobilienpreisdynamik definitiv Risiken für die Finanzmarktstabilität des Landes. Sollten die Zinsen in den nächsten Jahren (wie von uns erwartet) nur langsam ansteigen bzw. die niedrige Arbeitslosigkeit nicht dramatisch zulegen, halten wir eine allmähliche Konsolidierung der Häuserpreise (ähnlich wie Fitch und S&P) für das wahrscheinlichste Szenario.

- ...aber auch bei einem Preiseinbruch halten wir kanadische Covered Bonds für gut abgesichert

Sollte es dagegen zu einem deutlichen Hauspreisrückgang kommen, sprechen unseres Erachtens gute Argumente dafür, dass kanadische Covered Bonds gut abgesichert sind. So weisen die Deckungsstöcke ausschließlich wohnwirtschaftliche Hypothekendarlehen auf, die zudem niedrige durchschnittliche indexierte Beleihungswerte unter 60% beinhalten. Damit sollte deren Werthaltigkeit auch durch einen Einbruch am Immobilienmarkt nicht beeinträchtigt werden. Dazu haben kanadische Covered Bonds mit Puffern von 3 bis 5 Rating-Stufen eine hohe Rating-Stabilität gegenüber Emittenten-Herabstufungen.¹³ Ein wichtiger positiver Faktor ist zudem die hohe Zahlungsmoral kanadischer Schuldner.¹⁴ Und schließlich dürfte selbst eine deutliche Hauspreiskorrektur aufgrund der bei Hypothekendarlehen mit höheren Beleihungswerten üblicherweise abgeschlossenen staatlichen Kreditversicherung keine größeren Belastungen für den Bankensektor mit sich bringen.

Bewertung: Mittleres Gefahrenpotenzial

Fazit: Aktuell in keinem für Covered Bond Investoren wichtigen Markt hohes Gefahrenpotenzial – Pfandbrief-Investoren besonders geschützt

- An fast allen Covered Bond relevanten Immobilienmärkten steigen Preise (moderat) weiter
- Die Märkte in NOR und SWE sowie Nicht-EWR-Länder AUS, NZ, CA weisen deutliche Zeichen einer Überbewertung auf

Sowohl Fitch als auch S&P erwarten, dass die Hauspreise in fast allen relevanten Immobilienmärkten weiter ansteigen, allerdings häufig moderater als in den Jahren zuvor. So boten niedrige Hypothekenzinsen, stabiles Wirtschaftswachstum und das in Boom-Regionen zu geringe Wohnraumangebot mehrere Jahre einen Nährboden für steigende Preise. Indes dürften die Zinsen Ende 2017 ihr Tief gesehen haben und in 2018/19 allmählich zulegen.

Während wir die Entwicklung der Häuserpreise im nationalen Durchschnitt vor allem in Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien im historischen Vergleich als unauffällig und ungefährlich für Covered Bond Investoren einstufen, weisen die Häuserpreise in Norwegen, Schweden und den inzwischen wichtigen Nicht-EWR Covered Bond Märkten Australien, Neuseeland und Kanada sowohl im nationalen Durchschnitt und insbesondere in den Boom-Regionen deutliche Zeichen einer Überbewertung auf. Für Großbritannien halten wir einen „hard Brexit“ zwar für das wahrscheinlichste Szenario, erwarten aber keinen massiven Einbruch am Häusermarkt und sehen sogar Relative Value in dem Segment.

¹³ Der TPI Leeway zeigt, um wie viele Notches das Rating des Emittenten heruntergestuft werden kann, bevor es zu einem Downgrade der Covered Bonds kommt, ist also als „Rating-Puffer“ zu interpretieren.

¹⁴ Im Juli 2017 lag der Anteil, der mit ihren Zahlungen im Rückstand befindlichen Kreditnehmer in Kanada mit 0,3% auf einem extrem niedrigen Niveau. Diese Kennzahl rangiert seit 2000 durchgehend unter 0,5%.

- Mehrere gute Gründe sprechen aber für überschaubares Gefahrenpotenzial

Wenn die Immobilienentwicklung in den überbewerteten Häusermärkten somit trotzdem weiter aufmerksam verfolgt werden sollte, schätzen wir das daraus resultierende tatsächliche Gefahrenpotenzial in keinem der für Covered Bond Investoren wichtigen Länder als „hoch“ ein (siehe nachstehende Übersicht). Hierfür sprechen

- sowohl in Skandinavien als auch in Australien, Neuseeland und Kanada **frühzeitig von den Aufsichtsbehörden bzw. Zentralbank ergriffene Maßnahmen**, die den Preisauftrieb – mit inzwischen mittelfristig steigenden Zinserwartungen – zumindest eindämmen sollten. Hierzu zählen u.a. maximale Beleihungsgrenzen für (neue) Immobiliendarlehen, die Anhebung der für die Eigenkapitalunterlegung von Banken relevanten Risikogewichte für Immobiliendarlehen, die Verschärfung der Erschwinglichkeitsprüfung neuer Darlehensnehmer, antizyklische Kapitalpuffer oder Mindesttilgungen,
- **die fast durchgehend niedrigen durchschnittlichen Beleihungswerte in den vorwiegend wohnwirtschaftlich (nicht gewerblich) besicherten Deckungsstöcken** (meist zwischen 50 - 60%), die für hohe Puffer bei – auch größeren – Preisstürzen sorgen,
- die nach Ansicht der Rating-Agenturen **konservative Immobilienkreditvergabe bzw. hohe Zahlungsmoral** in Skandinavien sowie Australien, Neuseeland und Kanada,
- die **hohe Bonität (meist im AA- oder hohen A-Bereich) und die sehr solide Kapitalbasis australischer, neuseeländischer und kanadischer Banken**, weswegen überschaubare Abschreibungen gut verkraftbar erscheinen,
- das vor allem **in Norwegen und Schweden vorhandene umfangreiche soziale Netz bzw. die hohe Bonität der Staaten auch in Australien, Neuseeland und Kanada**, die falls notwendig auch deutlichere negative Auswirkungen auf Wirtschaft bzw. Bevölkerung begrenzen sollten.

Immobilienmark-Risiken: Aktuell sehen wir in keinem für Covered Bond Investoren wichtigen Markt hohes Gefahrenpotenzial

	Gering	Mittel	Hoch
Deutschland	X		
Frankreich	X		
Italien	X		
Spanien	X		
U.K.		X	
Norwegen		X	
Schweden		X	
Australien		X	
Neuseeland		X	
Kanada		X	

Quelle: BayernLB

- Pfandbriefgesetz schützt wirksamer als andere Gesetze gegen Übertreibungen – und relativiert negative Folgen des Immobilien-Booms

In Bezug auf die Diskussion einer Immobilienblase in Deutschland halten wir darüber hinaus Pfandbrief-Investoren für sehr gut abgesichert. So ist das Beleihungswertkonzept im Vergleich zu den Marktwertkonzepten anderer Covered Bond Gesetzgebungen deutlich konservativer und damit vorteilhaft für Investoren ausgelegt. Wichtig ist in diesem Zusammenhang, dass das deutsche Konzept Preiszuwächse der Vergangenheit als Bewertungspuffer für Preisabschwünge „zurücklegt“. So bleibt gemäß dem Pfandbriefrecht der sich für

den Deckungsstock qualifizierende Teil des zugrundeliegenden Immobiliendarlehens von Preissteigerungen in der Regel völlig unberührt und darf nicht – im Gegensatz zu anderen Ländern – gemäß der Preisentwicklung am allgemeinen Immobilienmarkt indexiert werden. Dieser vorsichtige, auf die Bildung von Risikopuffer angelegte deutsche Ansatz relativiert inwieweit mittelfristige Folgen des aktuellen deutschen Immobilienbooms - sprich das eventuelle Platzen einer Blase - negative Auswirkungen auf Pfandbriefe haben würden. Im Gegensatz zu einigen anderen Ländern sind Pfandbrief-Investoren in dieser Hinsicht deutlich besser vorbereitet.

- ▶ Immobilien- und Deckungsstockqualität sollten im Auge behalten werden, sie bestimmen die fundamentale Qualität eines Covered Bonds

Darüber hinaus haben die Bewegungen an den Immobilienmärkten seit vielen Jahren, nämlich seit Beginn der Finanz- bzw. Staatenkrise ihre zuvor wichtige Bedeutung für die Spread-Entwicklung der Covered Bond Segmente verloren. Wenn somit in dieser Hinsicht auch politische Risiken bzw. die EZB-Politik die ausschlaggebenden Einflussfaktoren bilden, sollten Investoren die Entwicklung der Häuserpreise und die damit verbundene Qualität der Deckungsstöcke keineswegs außer Acht lassen, da sie die fundamentale Qualität und damit die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Covered Bonds bestimmen.

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:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 27.04.2018. 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