

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

Systemische Relevanz – Sollte die Blase platzen, das entscheidende Kriterium

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.

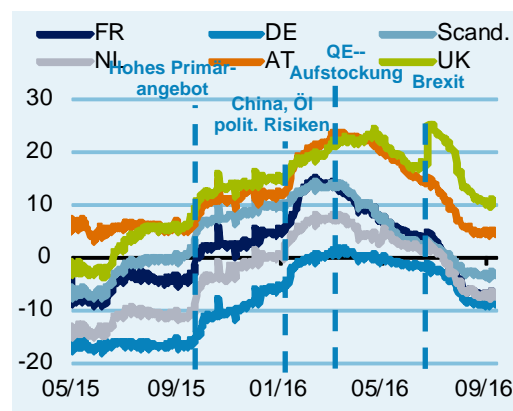
- [Systemrelevanz kann für Covered Bond Investoren zum entscheidenden Kriterium werden](#): Am Covered Bond Markt könnte die Stimmung aktuell kaum besser sein. Angesichts der nahe historischen Tiefständen notierenden Spreads und angesichts der immer absurder werdenden Verzerrung der Risikoaufschläge stellen wohl nicht nur wir uns die Frage, wie die Märkte auf den Ausstieg der EZB reagieren werden. Sollte die bei Covered Bonds entstandene Blase platzen und es zu einer Eskalation an den Märkten kommen, könnte bei der Bewertung der verschiedenen Covered Bond Ländersegmente die jeweilige sogenannte „systemische Relevanz“, die die Wahrscheinlichkeit für externe Unterstützung bestimmt, ein entscheidender Spread-Treiber werden.
- [Kriterien für systemische Relevanz](#): Für die Beantwortung der Frage, wie man das Ausmaß der Systemrelevanz eines Covered Bond Segments für sein Heimatland bzw. den Bankensektor misst, sollte nicht eines, sondern ein Bündel an Kriterien herangezogen werden. Erst dann ergibt sich ein klareres Bild. Wir stellen die wichtigsten vor.
- [Wie berücksichtigen Rating-Agenturen Systemrelevanz?](#) Bei den Rating-Agenturen wird das Ausmaß der Systemrelevanz von Covered Bonds innerhalb eines Landes im Rating-Prozess berücksichtigt und stellt einen wichtigen Faktor dar, wie weit ein Covered Bond Rating über dem Rating des Emittenten liegen kann. Am anschaulichsten, weil in einer eigenständigen Kategorisierung – die wir genauer erläutern – wird die Systemrelevanz dabei von S&P ausgewiesen. Dazu nimmt S&P als einzige Rating-Agentur eine Aufteilung der Ländersegmente in schwache und starke Systemrelevanz vor.
- [Die Kategorisierung der BayernLB und eine Empfehlung](#): Neben den von S&P genannten Kriterien zur Ermittlung der Systemrelevanz von Covered Bonds, wie Größe im Verhältnis zum BIP oder Anteil an der Bankenrefinanzierung, beziehen wir weitere Kriterien wie das Alter eines Marktes als Indikator für die Vertrautheit der Investoren mit einem Segment und die Stärke der heimischen Investorenbasis mit ein. Dazu plädieren wir bei der Kategorisierung der verschiedenen Ländersegmente für eine konservativere Herangehensweise als sie S&P wählt. Gerade für viele der jüngeren Covered Bond Länder, die sich vor dem Beginn der Finanzkrise bei der gedeckten Refinanzierung voll und ganz auf Verbriefungen verließen und Covered Bonds eingeführt hatten, weil ABS/MBS im Zuge der Subprime-Krise bei vielen Investoren nicht mehr absetzbar waren, erscheint uns staatliche Unterstützung – auch in Hinblick auf der im Vergleich zu einigen europäischen Ländern deutlich geringeren Bedeutung für Staat und Banken – zumindest fraglich. Hierzu zählen insbesondere die Nicht-EWR-Länder (AU, NZ, CA, SGP, KOR), aber auch manche europäische Länder (NL, UK oder BE). Darüber hinaus raten wir dazu, diejenigen Covered Bond Segmente zu bevorzugen, die eine hohe systemische Relevanz aufweisen. Zudem sollten diese – als weitere wichtige Bedingung – von bonitätsstarken Staaten unterstützt werden, die möglichst zweifelsfrei das Ende der bisher vielleicht größten Spekulationsblase an den Anleihemärkten überhaupt, überleben. Dass man davon nicht bei allen Ländern ausgehen sollte, belegt nicht zuletzt die Diskussion um die Null-Prozent-Risikogewichtung von Staatsanleihen.

Systemrelevanz kann für Covered Bond Investoren zum entscheidenden Kriterium werden

- ▶ Aktuell beste Stimmung am Covered Bond Markt – fraglich bleibt, ob angesichts der historisch engen Spreads Risiken adäquat eingepreist sind

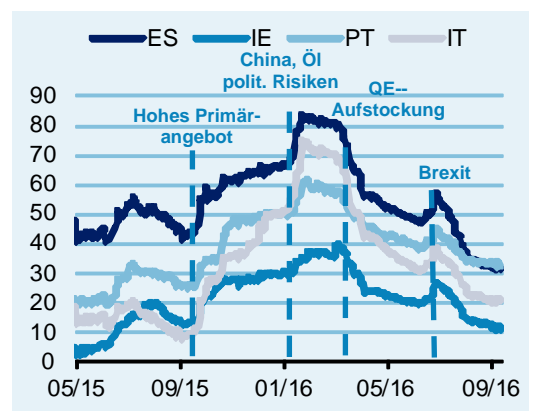
Am Covered Bond Markt könnte die Stimmung aktuell kaum besser sein. Die Neuemissionstätigkeit am Primärmarkt ist nach der Sommerpause wieder angelaufen und auch am Sekundärmarkt tendieren die Spreads nach der zwischenzeitlichen Unruhe um das Brexit-Votum der Briten wieder „Richtung Süden“. Angesichts der nahe historischen Tiefständen notierenden Risikoaufschläge – insbesondere von gedeckten Anleihen der EU-Peripherie – drängt sich allerdings schon die Frage auf, ob alle potenziellen Risiken der nächsten Monate (v.a. politische Unwägbarkeiten, Konjunkturrisiken, Zentralbankaktivitäten) aktuell ausreichend eingepreist sind.

Sekundärmarkt: EU-Kernländer haben sich in den letzten Monaten markant verteuert
ASW Spread Veränderung in Bp (iBoxx Länder-Indizes)



Quelle: Datastream, iBoxx, BayernLB Research

Sekundärmarkt EU-Peripherie erreichen historisch enge Levels des letzten Jahres
ASW Spread Veränderung seit Emission (in Bp)



Quelle: Datastream, iBoxx, BayernLB Research

- ▶ Wie will die EZB den Ausstieg schaffen ohne massive Marktverwerfungen auszulösen?

Gleichzeitig fragen wir uns angesichts der immer absurder werdenden Verzerrung der Risikoaufschläge bei Covered Bonds, wie die EZB den Ausstieg aus ihren gigantischen Käufen bewerkstelligen will, ohne dass es zu Marktverwerfungen bzw. massiven Spread-Ausweitungen kommen soll. Schließlich ist die EZB inzwischen der mit Abstand größte Investor bei gedeckten europäischen Anleihen und hält mit aktuell rund 215 Mrd. Euro inzwischen mehr als ein Drittel des theoretisch von ihr erwerbaren Volumens. Selbst wenn die EZB beim QE-Exit ihre Bestände wohl kaum zum Verkauf stellen wird, würde unseres Erachtens bereits die Ankündigung, dass sie ihre Käufe reduziert bzw. einstellt, massive Spread-Ausweitungen zur Folge haben.

- ▶ Sollte die Blase bei Covered Bonds platzen, könnte der Spread-Treiber EZB durch den Faktor Systemrelevanz ersetzt werden

Sollte es in einem Negativ-Szenario zu einer Eskalation an den Märkten kommen und die u.E. besonders bei Staatsanleihen und Covered Bonds entstandene riesige Spekulationsblase platzen¹, könnte bei der Bewertung der verschiedenen Covered Bond Ländersegmente die jeweilige sogenannte „systemische Relevanz“, die aktuell angesichts des alleinigen Spread-Treibers EZB kaum Relevanz für die Spread-Entwicklung hat, in den Vordergrund rücken.

¹ Vergleichen Sie hierzu unser Covered Bond Spezial „Spekulationsblase am Covered Bond Markt – Einige Indizien sprechen dafür...“ vom 21. März 2016.

- ▶ Aufbau unserer Analyse

Wir untersuchen in diesem Covered Bond Spezial zunächst, wie Systemrelevanz für Finanzinstrumente definiert wird und warum sie für Covered Bond Investoren ein wichtiges Element ihrer Analyse darstellen sollte. Im Anschluss überlegen wir, welche Kriterien sinnvollerweise angewendet werden, um festzulegen, ob ein gedecktes 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 aufweisen bzw. in welchen Ländern diese gering ist.

- ▶ Definition Systemrelevanz: Anlehnung an Bundesbank zu systemrelevanten Banken

Analog der [Definition der Bundesbank für globale systemrelevante Banken](#) verstehen wir ein Refinanzierungsinstrument (bzw. aus Investorensicht 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.“

- ▶ Systemrelevanz sollte ein zentraler Bestandteil der Analyse bei Covered Bonds sein – sie ist essenziell in Krisenzeiten...

Wir empfehlen Investoren, die Systemrelevanz der jeweiligen nationalen Covered Bonds als wichtigen Baustein in ihrer Analyse zu berücksichtigen, da in Krisenzeiten – wie nach dem Zusammenbruch von Lehman – alles und jedes in Frage gestellt wird und auch 2008 dazu führte, dass weder sehr gut abgesicherte Deckungsstöcke noch die in vielen Ländern ausgereifte Gesetzgebung verhindern konnten, dass sowohl der Primär- als auch der Sekundärmarkt für Covered Bonds fast vollständig zum Erliegen kamen. Vielmehr wird im Fall einer solch umfassenden Krise – so wie auch 2008 in Deutschland – die Frage nach staatlicher Unterstützung gestellt werden.²

- ▶ ...aber 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. Dies ist immer dann der Fall, wenn in einem Land die Kosten zur Rettung dieses Emittenten 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.³

- ▶ 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 innerhalb der Assetklasse Fixed Income insofern eine Sonderstellung einnehmen, weil sie das einzige Segment darstellen, bei dem in seiner langen Historie kein einziger Ausfall zu verzeichnen war und bis jetzt ohne Ausnahme jeder Investor sein eingesetztes Kapital vollständig zurückerhalten hat – ein Privileg, das weder Bank- noch Unternehmensanleihen, Verbriefungen und auch nicht Staatsanleihen (auch nicht in Europa) für sich beanspruchen können.

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 Beispielhaft spielen Covered Bonds in Dänemark 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 Anlagensegment darstellen als heimische Staatsanleihen, massive Wertverluste hinnehmen.

Kriterien für systemische Relevanz

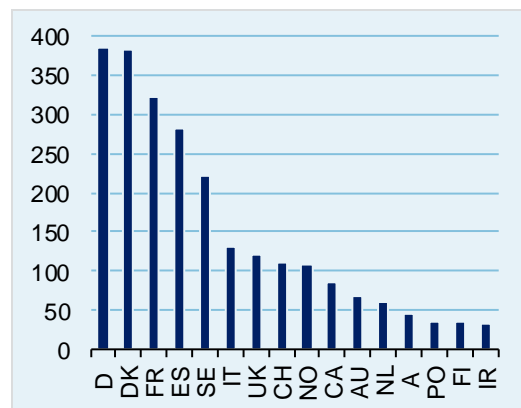
- ▶ Die Systemrelevanz sollte man nicht an einem, sondern an mehreren Kriterien festmachen
- ▶ Deutschland und Dänemark die bedeutendsten Covered Bond Segmente
- ▶ Im Verhältnis zum nationalen BIP lautet die Reihenfolge: DK, SE, NOR, ES – Deutschland nur im Mittelfeld

Die Frage, welches Kriterium für die Messung der systemischen Relevanz eines Covered Bonds Segments sinnvollerweise verwendet wird, ist unseres Erachtens nicht eindeutig beantwortbar. Vielmehr sollte man hierfür nicht nur ein Kriterium, sondern ein Bündel an Kriterien berücksichtigen. Erst dann ergibt sich ein klareres Bild der Bedeutung der nationalen gedeckten Segmente für ihre Heimatländer.

Ein offensichtlich zentrales Kriterium für die Bedeutung eines Covered Bond Segments ist natürlich seine Größe. Bezieht man sich hier zunächst auf die absolut ausstehenden nationalen Covered Bond Volumen, stellen Deutschland und Dänemark mit einem Ende 2015 ausstehenden Pfandbrief- bzw. Covered Bond Volumen von jeweils gut 380 Mrd. Euro die bedeutendsten gedeckten Segmente, gefolgt von Frankreich (323 Mrd. Euro) und mit bereits recht deutlichem Abstand Spanien (222 Mrd. Euro). Vergleichen Sie für weitere Länder bitte die nachfolgende linke Grafik.

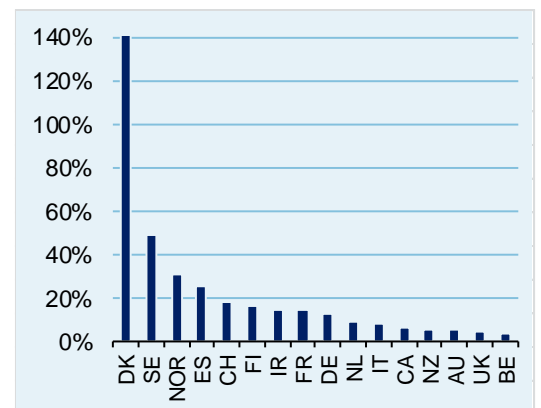
Versucht man die Bedeutung eines Covered Bond Segments für sein Heimatland bzw. den nationalen Bankensektor abzuschätzen, bieten sich verschiedene Maßstäbe an. Nimmt man die nationale Wirtschaftsleistung (BIP) als Gradmesser (nachfolgende rechte Grafik), ergibt sich eine in Teilen deutlich veränderte 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 Covered Bonds nach Dänemark mit 50% die zweithöchste nationale Relevanz aufweisen, rangiert der Pfandbrief in seiner Bedeutung für sein Heimatland mit 13% lediglich im Mittelfeld der von uns betrachteten größeren Covered Bond Länder. Am geringsten fällt deren Anteil in den außereuropäischen Ländern Australien, Neuseeland und Kanada (jeweils 6%), 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: Dänischer Markt übersteigt nationale Wirtschaftsleistung deutlich
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 – UK, IR, NL als Schlusslichter

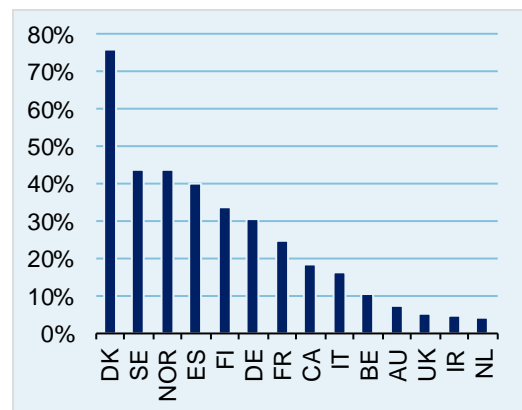
Um die Bedeutung von Covered Bonds für den nationalen Bankensektor abzuschätzen, bietet sich an, deren Anteil an der Banken-Refinanzierung zu ermitteln. Wie die nachfolgende linke Grafik zeigt, liegt auch hier Dänemark, wo mehr als drei Viertel des Banken-Funding gedeckt platziert wird (76%), weit vor allen anderen Ländern. Sehr wichtig sind Covered Bonds außer für spanische Banken, die 40% gedeckt refinanzieren, auch für skandinavische Banken. So beträgt der Anteil an der Gesamt-Refinanzierung in Schweden

und Norwegen 44%, in Finnland immerhin noch ein Drittel. In Deutschland entfällt auf Pfandbriefe etwa ebenfalls rund ein Drittel des Banken-Funding (30%), während in den Niederlanden (4%), Irland (5%) und Großbritannien (5%) Covered Bonds nur eine untergeordnete Rolle spielen.

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

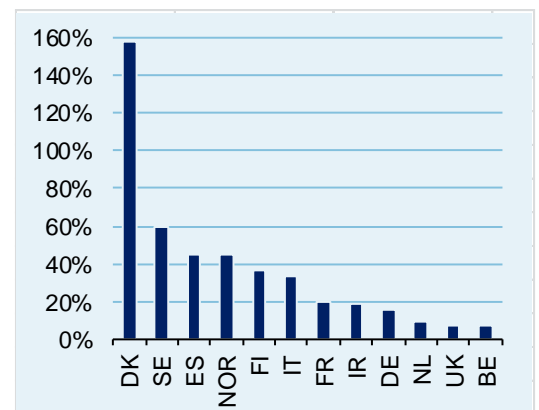
Zudem gibt das Verhältnis Hypotheken Covered Bonds zu ausstehenden privaten Immobiliendarlehen eines Landes eine Indikation, wie wichtig Covered Bonds für die private Immobilienkreditvergabe dieses Landes sind (siehe nachfolgende rechte Grafik). Auch hier liegt Dänemark mit weitem Abstand vor allen anderen Ländern (158%) und auch sonst ähnelt das Bild der linken Grafik zur Bankenrefinanzierung. So haben Covered Bonds außer in Spanien (45%) wiederum in den skandinavischen Ländern die höchste Relevanz. In Schweden wird mehr als die Hälfte (59%) aller ausstehenden Immobiliendarlehen über Covered Bonds refinanziert, in Norwegen (44%) sowie Finnland (37%) liegt dieser Anteil über einem Drittel. Während in Deutschland 15% der Immobilienkredite über Pfandbriefe gefundet werden, sind Covered Bonds wiederum in Belgien (7%), Großbritannien (8%) und den Niederlanden (10%) für deren Mittelbeschaffung 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:
Covered Bonds vs. private Immobiliendarlehen in %



Quelle: EMF, ECBC, BayernLB Research

Wie berücksichtigen Rating-Agenturen Systemrelevanz?

- ▶ Vorgehensweise von S&P am anschaulichsten

Auch bei den Rating-Agenturen wird das Ausmaß der Systemrelevanz von Covered Bonds innerhalb eines Landes im Rating-Prozess berücksichtigt und stellt einen wichtigen Faktor dar, wie weit ein Covered Bond Rating letztendlich über dem Rating des Emittenten liegen kann. Am anschaulichsten, weil in einer eigenständigen Kategorisierung, wird die Systemrelevanz dabei von S&P ausgewiesen. 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.⁴

⁴ 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.

► 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:

- 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.⁵

► Unterteilung in vier Gruppen

Daraus ergibt sich für S&P folgende Kategorisierung der wichtigsten Covered Bond Länder. Wie aus nachfolgender Aufstellung ersichtlich, sind für S&P vor allem Covered Bonds der EU-Kernländer und Skandinaviens in ihren Heimatländern systemisch relevant. Aus der EU-Peripherie schaffen nur spanische Cédulas und irische Mortgage Covered Bonds den Sprung in die höchste Kategorie. In den zwei schwächeren Kategorien finden sich neben den mit Schiffsdarlehen besicherten Covered Bonds mehrere noch junge Segmente, wie z.B. Australien, Singapur, Türkei und Polen, aber auch einige bereits länger bestehende öffentlich besicherte Covered Bond Segmente (Irland, Italien, UK), die allerdings alle nur ein recht geringes ausstehendes Volumen aufweisen.

⁵ 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. Beispielfhaft nennt die Agentur das Fehlen einer signifikanten heimischen Investorenbasis.

Systemische Relevanz: S&P-Kategorisierung

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

- ▶ Moody's: Keine eigenständige Systematik – Systemrelevanz einer der Faktoren zur TPI-Ermittlung

Im Rating-Prozess von Moody's wird Systemrelevanz nicht wie bei S&P in einer eigenständigen Systematik abgehandelt. Vielmehr ist sie einer von mehreren Faktoren, die für die Ermittlung des Timely Payment Indicator (TPI) verwendet werden.⁶ Auf Nachfrage erklärte Moody's etwas genauer: Je höher die Systemrelevanz eines Covered Bond Segments eingeschätzt wird, desto wahrscheinlicher werden hierfür auch nach Insolvenz des Emittenten weiter fristgerecht Zins und Tilgung geleistet. Darüber hinaus erstellt Moody's aber keine Kategorisierung, die die nationalen Covered Bond Segmente bezüglich ihrer Systemrelevanz differenziert.

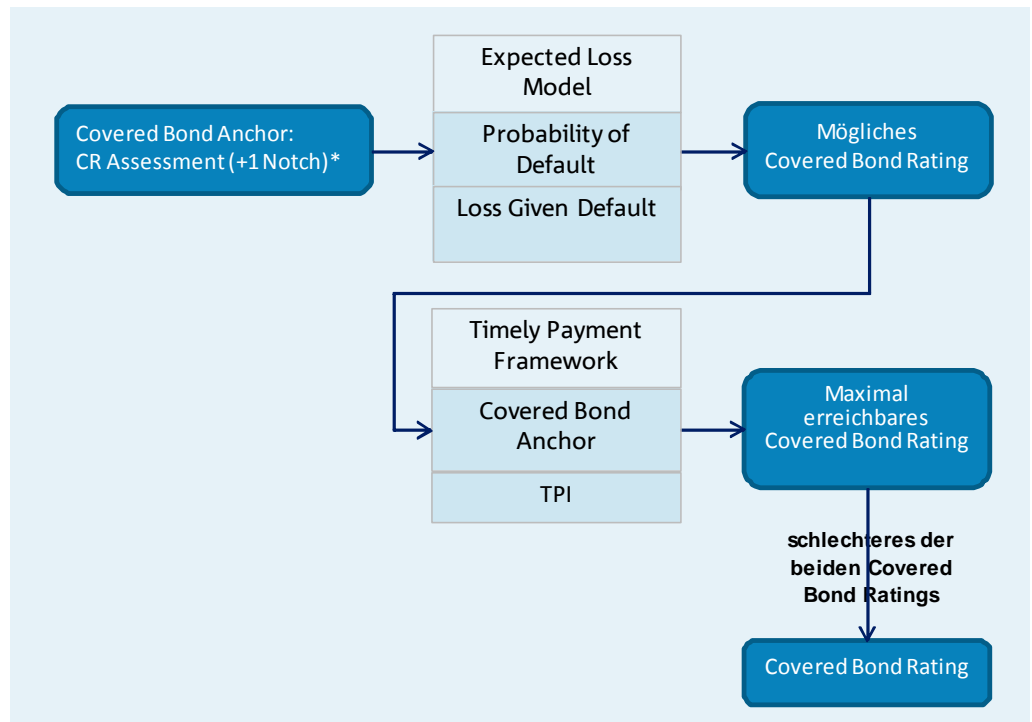
- ▶ Covered Bonds dürften bei Bankenpleiten in ganz Europa ausgenommen werden

Allerdings erwähnt Moody's bei der Kommentierung 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. Und auch darüber hinaus hält es Moody's in ganz Europa für sehr wahrscheinlich, dass bei einer drohenden Abwicklung eines Finanzinstituts Covered Bond Investoren explizit ausgenommen werden würden. Diesem Umstand wurde im Übrigen bei der Beurteilung von europäischen Covered Bonds Rechnung getragen.⁷

⁶ Dieser wiederum bestimmt die Wahrscheinlichkeit der fristgerechten Rückzahlung der Anleihe nach einem Emittentenausfall und zeichnet dafür verantwortlich, wie weit das Covered Bond Rating über dem unbesicherten Rating liegen darf. Weitere verwendete Faktoren (neben der systemischen Relevanz) sind z.B. die Stärke der zugrunde liegenden Covered Bond Gesetzgebung und Aufsicht, aber auch der Bestand an liquiden Deckungsaktiva.

⁷ Moody's: "Duesseldorfer Hyp Rescue Confirms Strong Systemic Support for German Pfandbriefe" vom 19. März 2016.

Moody's Rating-Prozess: Zweistufiges Modell zur Ermittlung des Covered Bond Ratings

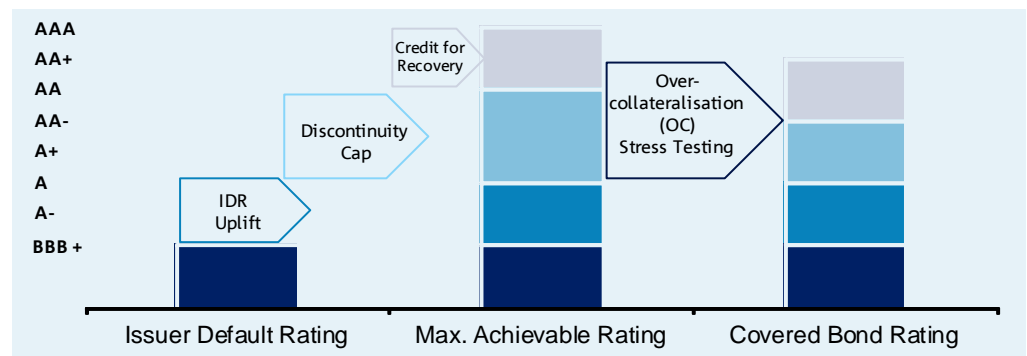


*Den Uplift von einer Bonitätsstufe über dem CR Assessment vergibt die Ratingagentur für Covered Bonds, die unter die EU-Abwicklungsrichtlinie BRRD fallen und vom Bail-in ausgeschlossen sind.
Quelle: Moody's, BayernLB Research

- Fitch: Ebenfalls keine eigenständige Systematik

Wie bei Moody's wird auch bei Fitch das Ausmaß der Systemrelevanz nicht in einer eigenständigen Systematik abgehandelt. Vielmehr wählt Fitch eine vergleichbare Vorgehensweise zu Moody's und berücksichtigt Systemrelevanz als einen von mehreren Faktoren (Gesetzgebung, Aufsicht, Volumen des unbesicherten vorrangigen Kapitals) die bestimmen, mit welcher Wahrscheinlichkeit die Zahlungen an die Covered Bond Investoren auch nach Emittentenausfall fortgesetzt werden. Unter anderem mit Hilfe des sogenannten IDR Uplift wird dann festgelegt, wie deutlich das Covered Bond Rating über dem unbesicherten Rating liegen darf. Vergleichen Sie hierzu bitte auch nachfolgende Darstellung.⁸

Fitch Rating-Prozess: Dreistufiges Modell zur Ermittlung des Covered Bond Ratings



Quelle: Fitch, BayernLB Research

⁸ Für eine ausführliche Darstellung der Covered Bond Rating-Prozesse der vier großen Rating-Agenturen vergleichen Sie bitte unser Covered Bond Spezial „Covered Bonds und Ratings: Bedeutung der verschiedenen Agenturen und ein Überblick über ihre Ansätze“ vom 10. März 2016.

Die Kategorisierung der BayernLB und eine Empfehlung

- ▶ Nur S&P widmet dem Thema Systemrelevanz eine eigenständige Systematik

Wie im vorherigen Kapitel beschrieben, erstellt von den drei großen Rating-Agenturen nur S&P eine detaillierte Vorgehensweise zur systemischen Relevanz. Auch eine explizite Länder-Kategorisierung der Covered Bond Segmente in schwache und starke systemische Relevanz findet man nur bei S&P. Bei Moody's und Fitch wird das Thema dagegen zwar in dem jeweiligen Rating-Prozess berücksichtigt, aber nach unserem Dafürhalten eine vergleichsweise geringe Aufmerksamkeit geschenkt.
- ▶ Neben den von S&P genannten Kriterien beziehen wir weitere ein: Alter eines Marktes und Stärke der heimischen Investorenbasis

Grundsätzlich halten wir die Vorgehensweise von S&P und die verwendeten Kriterien zur Ermittlung der Systemrelevanz für sinnvoll. Allerdings ist es unseres Erachtens zweckmäßig, neben den von S&P genannten Kriterien (Größe im Verhältnis zum nationalen BIP, der Bankenrefinanzierung oder Immobiliendarlehen) auch noch andere Kriterien einzubeziehen. Denkbar wäre das Alter eines Marktes als Indikator für die Vertrautheit der Investoren mit einem 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. Darüber hinaus dürften die genannten zwei Kriterien – wie in der Vergangenheit schon unter Beweis gestellt – dafür sorgen, dass Anleger auch in Krisenzeiten zu dem Segment stehen werden.
- ▶ Länder-Kategorisierung: Bei vielen Segmenten ist die Eingruppierung unstrittig

Neben unserer im Vergleich zu S&P etwas anderen Herangehensweise bei den verwendeten Kriterien stimmen wir auch der von S&P vorgenommenen Kategorisierung der verschiedenen Ländersegmente nur zum Teil zu. 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 den USA „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 in unseren Augen wählt. So sind wir bei mehreren Ländern, bei denen S&P zumindest eine moderate oder sogar starke systemische Unterstützung erwartet, skeptisch, ob in Zeiten der „Schockstarre“ an den Märkten, in denen wohl auch die Bonität einzelner Staaten infrage gestellt werden dürfte, mit staatlicher Hilfe gerechnet werden kann.
- ▶ 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. Unseres Erachtens wurde in diesen Ländern vor allem deswegen eine Gesetzesgrundlage für Covered Bonds geschaffen, weil ABS/MBS im Zuge der Subprime-Krise bei vielen Investoren nicht mehr absetzbar waren und die Emittenten von der exzellenten Historie bei Covered Bonds profitieren wollten. Sollte es nun am Covered Bond Markt zu einem Krisen-Szenario kommen, welches dies ändert, erscheint uns staatliche Unterstützung – auch hinsichtlich der im Vergleich zu einigen europäischen Ländern deutlich geringeren Bedeutung für Staat und Banken – zumindest fraglich.

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
Belgien		Österreich
Niederlande		Italien
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 – und „im Fall der Fälle“ von bonitätsstarken Staaten gestützt werden

Zu guter Letzt würden wir Investoren empfehlen, sich bereits heute (in den „guten“ Tagen) des Themas Systemrelevanz anzunehmen. Schließlich lehrt die Vergangenheit, dass Märkte in Extremsituationen kein sinnvolles Handeln mehr zulassen und somit Anlegern in der Regel keine Zeit mehr für eine ausführliche Analyse bzw. Positionierung bleibt. Insofern raten wir dazu, diejenigen Covered Bond Segmente zu bevorzugen, die eine hohe systemische Relevanz aufweisen. Zudem sollten diese – als weitere wichtige Bedingung – von bonitätsstarken Staaten unterstützt werden, die möglichst zweifelsfrei das Ende der bisher vielleicht größten Spekulationsblase an den Anleihemärkten überhaupt, überleben. Dass man davon nicht bei allen Ländern ausgehen sollte, belegt nicht zuletzt die 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

Fixed Income Sales

Herbert Schädler 25371

Sales Sparkassen/Regionalbanken & vermitteltes Geschäft

Ruth Kerschagl 23281

Financial Institutions Group

Johannes Heinloth 25021

Institutionelle Kunden & Financial Institutions

Alois Schimpfhauser 23974

Structuring & Trading

Stefan Meier 26707

Fixed Income Trading

Nicholas Atkinson 25524

Derivate & Devisen

Marc Burgheim 27323

Structured Solutions

Christian Fuchs 25503

Energy & Commodity Solutions

Dr. Michael Lange 27322

Sales Sparkassen Retail

Ingmar Alde 28451

Büro Essen

Claus Hensel 0201-844-53634

Investor Relations

Volker Karioth 23441

Katharina von Merkatz 23434

Research

Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt 21750

Investment Research

Alexander Plen, CFA 27076

Zinsstrategie, Staatsanleihen, SSA

Alexander Aldinger 24877

Asja Hossain, CFA 27065

Dr. Norbert Wuthe 27209

Covered Bonds & Financials

Alfred Anner, CEFA 27072

Dr. Ulrich Horstmann, CEFA 21873

Stefan Voß 21808

Credits

Amir Darabi 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

Volkswirtschaft

Dr. Johannes Mayr 21859

Makro-/Konjunkturanalyse

Christiane von Berg 28745

Dr. Stefan Kipar 27346

Devisenanalyse

Manuel Andersch 27448

Wolfgang Kiener 27058

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 20.09.2016. 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.

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