

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

FIXED INCOME RESEARCH | PUBLIC SECTOR & FINANCIALS

FREITAGS-AUSLESE

Unsere persönliche Themenauswahl dieser Woche

Mit dieser Publikation möchten wir Ihnen einen kompakten Überblick über diejenigen Themen bieten, die uns als Analysten in dieser Woche besonders ins Auge gefallen sind oder die wir diskutiert beziehungsweise kommentiert haben.



EZB-Umfrage zeigt deutlichen Rückgang beim Market Making für Covered Bonds

Die Sekundärmarktliquidität am Covered-Bond-Markt lässt bereits seit längerer Zeit zu wünschen übrig. Einer der Gründe hierfür – spürbar rückläufige Market-Making-Aktivitäten – wurde Ende Januar von einer [EZB-Umfrage](#) bestätigt. Von den seitens der Zentralbank befragten 20 Großbanken gab die Hälfte an, ihr Market Making für gedeckte Schuldverschreibungen im zurückliegenden Jahr reduziert zu haben, gerade einmal 10% berichteten einen Anstieg ihrer Market-Making-Aktivitäten. Das Verhältnis zwischen einem Anstieg bzw. einer Reduktion berichtenden Instituten fiel damit auf dem niedrigsten Wert seit der Erstaufgabe der Umfrage vor vier Jahren.

Norwegens Finanzministerium spricht sich für gesetzliche Mindestüberdeckung bei Covered Bonds aus

Schweden hat im zurückliegenden Jahr eine gesetzliche Mindestüberdeckung für gedeckte Schuldverschreibungen eingeführt, um sicherzustellen, dass im Deckungsstock verwendete Derivate nicht der EMIR-Clearing-Pflicht unterliegen. Gleiches überlegt nun Norwegen: Eine 2%-ige gesetzliche Mindestüberdeckung wurde kürzlich vom dortigen [Finanzministerium](#) vorgeschlagen.

Deutsche Bank setzt verstärkt auf strukturiertes Senior-Funding

Das Institut [plant](#) 2017 strukturierte Senior-Papiere in einem Volumen von 9-11 Mrd. EUR zu begeben, das entspricht 36-44% des geplanten Fundingvolumens (vs. 22% im Jahr 2016). Seit 01.01.2017 werden neu emittierte wie bestehende Senior-Unsecured-Schuldtitel von deutschen Kreditinstituten in der Haftungskaskade de facto nachrangig zu sonstigen erstrangigen Verbindlichkeiten behandelt – nicht betroffen von der Schlechterstellung sind jedoch gewisse strukturierte Schuldtitel, darunter z.B. gewisse Caps oder Floors (vgl. hierzu [Flash vom 08.08.2016](#)). Die vermehrte Emission von strukturierten Senior-Titeln folgt unseres Erachtens einerseits dem Wunsch einiger Investoren nach explizit vorrangigen Anleihen, andererseits dürfte sie mit geringeren Fundingkosten für die Deutsche Bank einhergehen.

Wie wirkt sich die Notenbankfähigkeit auf Anleiherenditen aus?

Diese Fragestellung wird in einem auf der EZB-Homepage veröffentlichten [Artikel](#) am Beispiel von gewissen in USD denominierten Anleihen, die von Ende 2008 bis Ende 2010 als Collateral für Refinanzierungsgeschäfte mit der EZB zugelassen waren, untersucht. Das Ergebnis in Kürze: Die Zulassung als notenbankfähige Aktiva (mit einem Haircut von knapp 11%) hatte eine Renditereduktion um 13 Bp. zur Folge (ggü. vergleichbaren, nicht notenbankfähigen Anleihen). Nach unserem Dafürhalten liefert diese Studie andersherum interpretiert eine Idee dafür, um wie viel die Refinanzierungskosten deutscher Institute steigen könnten, sollten deutsche Senior-Unsecured-Anleihen ihre Notenbankfähigkeit verlieren (eine finale Entscheidung hierzu soll im Jahresverlauf getroffen werden, vgl. [Flash vom 05.10.2016](#)).

CIF Euromortgage stellt Cover Pool um

Das französische Spezialinstitut [nutzt seit dieser Woche](#) die Ende 2016 in Kraft getretenen Gesetzesänderungen, die den indirekten Transfer von Deckungswerten in Form von besicherten Schuldtiteln ermöglichen. Bei Immobilienkrediten musste das Institut bislang auf True-Sale-Strukturen zurückgreifen, bei denen der Rückgriff auf die Vermögenswerte des Mutterinstituts ggf. eingeschränkt war. Auch die AXA Bank Europe wird – vor dem Hintergrund des Wegfalls des so genannten „MBS-Waiver“ zum 01.01.2018 – ihren Deckungsstock 2017 umbauen müssen (vgl. [Flash vom 27.01.2016](#)).

Volksbank Wien erhält Investment-Grade-Rating

Erklärtes Ziel des Instituts ist es, bis zum Ende des ersten Quartals sowohl bei Moody's als auch bei Fitch über ein Investment-Grade-Rating zu verfügen. Der erste Teil davon ist nun erreicht: Seit gestern verfügt die Volksbank Wien über ein neues Baa2-Rating (Ausblick stabil) von [Moody's](#). Bei Fitch liegt die Bonitätsnote derzeit noch bei BB+ (pos.).

Unser Research dieser Woche:

- Im Blickpunkt: Die deutschen Förderbanken ([Link](#))
- LCR-Level-1-Biweekly: Renditen und Spreads ([Link](#))
- Assetklasse im Fokus: Covered Bonds ([Link](#)) und Persönliches Covered-Bond-Scoringmodell ([Link](#))

Philipp Jäger, CIIA, FRM
Senior Analyst Fixed Income
+49 69 91 30 90-590
philipp.jaeger@berenberg.com

Helge Schunck, CFA
Senior Analyst Fixed Income
+49 69 91 30 90-591
helge.schunck@berenberg.com

Timo Segieth
Analyst Fixed Income
+49 69 91 30 90-592
timo.segieth@berenberg.com



Wichtige Hinweise

Dieses Dokument wurde durch die vorgenannten Autoren der Abteilung Fixed Income Research der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG (nachfolgend „die Bank“) erstellt. Wir haben uns bemüht, alle Angaben sorgfältig zu recherchieren und zu verarbeiten. Hierzu haben wir auf Informationen Dritter, die wir für vertrauenswürdig halten, zurückgegriffen, wie beispielsweise Thomson Reuters, Bloomberg sowie die maßgebliche Fachpresse. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit sämtlicher Angaben kann dennoch keine Gewähr übernommen werden. Die gemachten Angaben wurden nicht durch eine außenstehende Partei, insbesondere eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, geprüft. Wir weisen zudem ausdrücklich auf den angegebenen Bearbeitungsstand hin. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Studie zu erstellen. In der Studie enthaltene Prognosen oder sonstige Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse stellen persönliche Einschätzungen der Autoren dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen.

Dieses Dokument dient lediglich der Information. Es stellt keine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Aufforderung zum Kauf von Finanzinstrumenten dar. Dieses Dokument ersetzt zudem keine rechtliche, steuerliche oder finanzielle Beratung.

Diese Studie ist zur Information institutioneller Anleger bzw. so genannter Market Professionals bestimmt. Privatkunden, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten etwaige Anlageentscheidungen in jedem Fall mit ihrem Kundenberater besprechen, da unterschiedliche Auffassungen und Meinungen zu den in dieser Studie besprochenen Anleihen existieren können.

Der Bank sind alle Rechte an dieser Studie vorbehalten. Das Kopieren, Be- und Umarbeiten der Inhalte oder Ergebnisse, im Ganzen oder in Teilen, sowie der Nachdruck ohne vorherige schriftliche Zustimmung der Bank sind untersagt.

Hinweise für ausländische Investoren

Die Erstellung der Studie erfolgt unter Berücksichtigung des deutschen Rechts. In anderen Rechtsordnungen kann die Verteilung durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten.

Großbritannien

Diese Studie richtet sich ausschließlich an institutionelle Investoren bzw. Market Professionals und ist nicht für Privatkunden bestimmt. Die Verteilung an Privatinvestoren bzw. Privatkunden ist nicht beabsichtigt.

Zuständige Aufsichtsbehörde

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht -BaFin-, Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt am Main

© Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG, Februar 2017



Kontakte

INSTITUTIONAL SALES / SALES TRADING

Hamburg

Institutional Sales

Michael Brehmer
+49 40 350 60 704

Nico Bürger
+49 40 350 60 483

Sabine Hahn
+49 40 350 60 754

Lutz-Dieter Mikus
+49 40 350 60 752

Ingo Pufahl
+49 40 350 60 499

Sven Zimatrys
+49 40 350 60 390

Sales Trading

Jan Bruhns
+49 40 350 60 703

Düsseldorf

Institutional Sales

Andreas Behrendt
+49 211 540 728 42

Jörg Bunse
+49 211 540 728 44

Stephan Burmeister
+49 211 540 728 41

Sebastian Krammich
+49 211 540 728 43

Wien

Institutional Sales

Klaus Giesecke
+43 1 22 757 14

Stefan Haupt
+43 1 22 757 20

Dr. Robert Hengl
+43 1 22 757 22

Barbara Kogler
+43 1 22 757 17

Dr. Marija Tomic
+43 1 22 757 16

Martin Zezula
+43 1 22 757 21

Sales Trading

Aleksandar Doric
+43 1 22 757 24

Rainer Kapeller
+43 1 22 757 13

Christoph Mayrhofer
+43 1 22 757 12

London

Institutional Sales

Faiza Belgroune
+44 20 3465 2691

Romain Foussadier
+44 20 3465 2695

Wolfram Nikol
+44 20 3465 2735

Momcilo Stanic
+44 20 3465 2734

Alexandru Toroican
+44 20 3207 7919

Sales Trading

Daniel Meier
+44 20 3753 3023

Sales Desk Analyst

Jannik Prochnow
+44 20 3753 3262

DEBT CAPITAL MARKETS

Corporates

Kai Lutrov
+49 69 91 30 90 65

Jennifer Rojahn
+49 69 91 30 90 562

Christian Wöckener-Erten
+49 69 91 30 90 565

Public Sector & Financials

Alexandra Ács
+43 1 22 757 23

Gerald Kohlmayer
+43 1 22 757 18

Josef Resch
+43 1 22 757 33

RESEARCH

Public Sector & Financials

Philipp Jäger, CIIA, FRM
+49 69 91 30 90 590

Helge Schunck, CFA
+49 69 91 30 90 591

Timo Segieth
+49 69 91 30 90 592

E-Mail: Vorname.Nachname@berenberg.com • Internet: www.berenberg.com