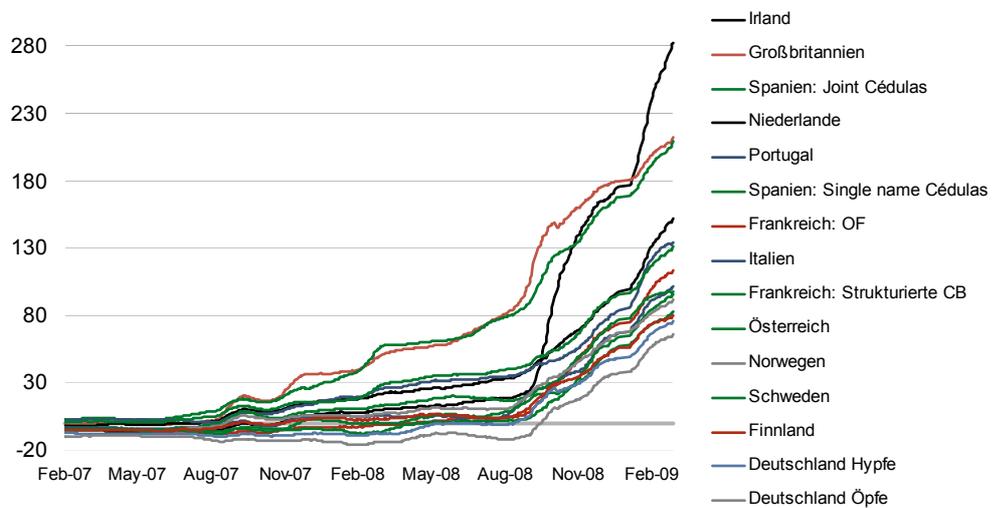


## Spreads EUR-Covered Bonds ggü. Midswap



Quelle: Bloomberg, iBoxx, Anmerkung: laufende 20-Tagesdurchschnitte

### ► Marktentwicklung und Marktumfeld

S. 2

Die Aktivitäten am Jumbo Covered Bond Markt sind immer noch sehr zurückhaltend. Immerhin: Die Postbank und die LBBW wagten sich mit großformatigen Pfandbriefen wieder an den Markt. Die Chance auf eine baldige nachhaltige Belegung dieses Marktsegments steht jedoch schlecht. Kleinere Formate stehen dagegen nach wie vor hoch im Kurs.

### ► Wie sicher sind die Pfandbriefe der HRE Gruppe?

S. 3

Finanzminister Steinbrück sprach im September 2008 nach der ersten staatlichen Stützungsaktion zunächst von der Abwicklung der HRE-Gruppe. Dies scheint zwar vom Tisch zu sein, aber die Furcht vor einem derartigen Szenario ist weiterhin da. Wir untersuchen vor diesem Hintergrund die Qualität der verschiedenen Pfandbriefdeckungsstöcke der HRE-Gruppe.

### ► Steigendes Staatsrisiko rückt auf die Agenda - Fortsetzung

S. 8

Wir analysieren für Österreich und Schweden – nicht zuletzt im Hinblick auf das Engagement der dortigen Banken in Mitteleuropa –, wie groß die Risiken für eine Verschlechterung der staatlichen Bonität sind.

### ► Neue Covered Bond Rating Methode von S&P avisiert

S. 18

S&P plant einen neuen Ratingansatz für Covered Bonds, der das Liquiditätsrisiko im Konkursfall des Emittenten stärker berücksichtigt und das Covered Bond Rating enger an die Einstufung des Emittenten knüpft.

### ► Meldungen - Telegramm

S. 22

### ► Anhang

S. I-X

Emissionen und Fälligkeiten (S. I-II), Swapsreadkurven (S. III), Performance-überblick (S. IV), Z-Score Ranking (S. V), Rating-Überblick (S. VI-VII), Wichtigste Covered Bond Emittenten (S. VIII), Disclaimer (S. IX), Impressum (S. X)

## Analysten

### Helge Bouchain

Tel. 040-3333-11149  
helge.bouchain@hsh-nordbank.com

### Kathrin Clasen

Tel. 040-3333-14598  
kathrin.clasen@hsh-nordbank.com

### Dr. Cyrus de la Rubia

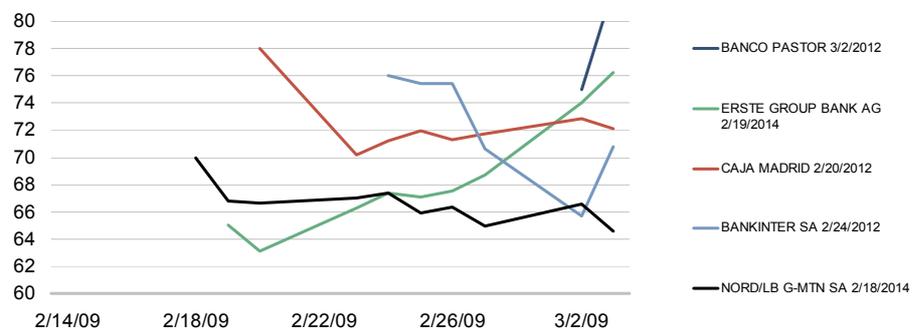
Tel. 040-3333-15260  
cyrus.delarubia@hsh-nordbank.com

## ► Marktentwicklung und Marktumfeld

In den letzten Wochen haben sich die zarten Anzeichen einer Belebung am Covered Bond Markt nicht verfestigen können. Zwar konnten die Postbank und die LBBW Pfandbriefe im Jumbo-Format platzieren. Bei fünfjähriger Laufzeit lag der Emissionsspread bei 85 bp bzw. 75 bp. Weitere Covered Bond Emissionen konnten jedoch nicht beobachtet werden. Allerdings kann man erneut beobachten, dass der Markt der Nicht-Benchmark Pfandbriefe eine rege Aktivität zeigt. So sind nach Angaben des Pfandbriefverbandes vdp allein im Januar 8 Mrd. EUR an Pfandbriefen emittiert worden, wobei es sich häufig um Hypotheken- bzw. um öffentliche Pfandbriefen handelt. Diese Zahl muss man insofern relativieren, als nicht zu erkennen ist, welcher Teil dieser Anleihen direkt nach der Emission zu Refinanzierungszwecken an die EZB fließt. Laut Bloomberg sind im Februar rund 5 Mrd. kleinere Emissionen im Pfandbriefmarkt zu verzeichnen gewesen, was dem vom Bloomberg registrierten Volumen im Januar in etwa entspricht.

Dem Markt für Covered Bonds wird das Leben derzeit besonders schwer gemacht, da die gedeckte Ware mit den staatsgarantierten Bankschuldverschreibungen konkurrieren muss. In diesem Zusammenhang ist das Vorhaben der Bundesregierung zu erwähnen, die Laufzeit für die Garantie von drei auf fünf Jahre auszuweiten. Für den Pfandbrief erhöht sich damit die Konkurrenz von dieser Seite auch bei längeren Laufzeiten. Die Aktivität am Primärmarkt für staatsgarantierte Bankschuldverschreibungen blieb in jedem Fall recht hoch.

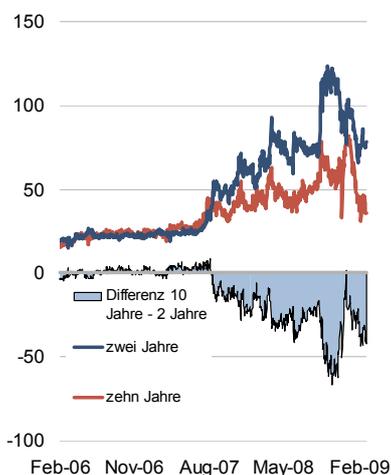
## Staatsgarantierte Bankschuldverschreibungen



Quelle: Bloomberg

Die Bund-Swap-Spreads sind weiterhin nur schwer zu interpretieren. Die zweijährigen Spreads sind derzeit bei etwa 80 bp, die zehnjährigen befinden sich bei etwa 36 bp. In den vergangenen Wochen haben Bund-Spreads der zweijährigen Swapsätze leicht ausgeweitet, während die zehnjährigen sich eher eingengt haben. Normalerweise macht es Analysten schon genügend Mühe, nachvollziehbare Aussagen über die Zukunft zu treffen. In diesem Fall ist es schon eine Herausforderung, die Gegenwart zu verstehen. Auf der einen Seite haben wir eine zunehmende Tendenz der Verstaatlichung der Kreditinstitute in der Eurozone. Die 25%-tige Beteiligung des Bundes an der Commerzbank ist nur ein Beispiel. Dies sollte das Counterparty-Risiko, was letztlich auch in den Swap-Spreads steckt, zumindest vermindern und die Spreads senken. Das gleiche gilt für bezüglich der Erhöhung der Staatsverschuldung: Üblicherweise interpretieren wir eine höher Staatsverschuldung dahingehend, dass das relative Risiko des Bankensektors zum Risiko des staatlichen Emittenten geringer wird mit der Konsequenz eines Rückgangs der Spreads. Üblicherweise sollte diese Argumentationskette auf die Spreads aller Laufzeiten anzuwenden sein und nicht nur auf das

## Bund-Swap-Spread



lange Ende der Swap-Spread-Kurve. Mehr noch: Eigentlich würden wir erwarten, dass insbesondere der erste Faktor (weniger Risiko im Finanzsektor durch staatliche Intervention) besonders auf das kurze Ende durchschlägt. Aber es kommt noch schlimmer: Die Bund-Swap-Spreads am ganz langen Ende (30 Jahre) sind negativ, sie liegen bei -30 bp. D.h. während die 30-jährigen Bundesanleihen eine Rendite von 3,70% aufweisen, liegen die Swapsätze bei etwa 3,40%.

Dieses Phänomen ist schon seit dem Lehman-Schock zu beobachten (mit einer kurzen Unterbrechung Ende 2008) und wir glauben, dass es einen kausalen Zusammenhang gibt: Wir vermuten, dass der Markt zur Absicherung von Zinsrisiken über Zinsswaps am langen Ende besonders eng geworden ist und auf diese Weise diese Verzerrungen zustande kommen, die bei einem liquiden Markt nicht anzutreffen wären.

## ► Wie sicher sind die Pfandbriefe der Hypo Real Estate?

Die Hypo Real Estate Gruppe ist mit einem Volumen an ausstehenden Covered Bonds (Pfandbriefe und ACS) in der Vergangenheit einer der größten Emittenten von Covered Bonds gewesen. Deutsche Pfandbriefe hat die Gruppe insgesamt 85,7 Mrd. EUR ausstehen, was ungefähr 10% des gesamten Bestandes an ausstehenden Pfandbriefen entspricht. Diese hohe Bedeutung für den Pfandbriefmarkt macht die Hypo Real Estate Gruppe zu einer systemrelevanten Bank. Immerhin funktionierte selbst in den vergangenen Monaten, in denen sich die Finanzmarktkrise immer wieder aufs neue zuspitzte der Pfandbriefmarkt im Bereich der kleinen Emissionen noch relativ gut und die kürzlich erfolgten Jumbo-Emissionen von der Postbank und der LBBW zeigen, dass man auch dieses Marktsegment nicht abschreiben sollte. Kurz: Für den Großteil der deutschen Banken ist der Pfandbrief ein wichtiges Fundingtool, dessen Glaubwürdigkeit gefährdet wäre, wenn man die Hypo Real Estate Gruppe bzw. die operativen Einheiten der HRE Holding fallen ließe. Es käme dann zu einem Test der Pfandbriefstruktur, dessen Ausgang in der heutigen Situation nicht sicher wäre. Die bisherigen Rettungsmaßnahmen, die die Bundesregierung in Zusammenarbeit mit der Bundesbank ergriffen hat, sind ein Ausdruck der Unterstützungsbereitschaft der öffentlichen Hand. Ein weiterer Hinweis für die Bereitschaft der Bundesregierung, den Pfandbrief als Fundingtool zu unterstützen, ist der Kommentar der Bundesregierung, den diese anlässlich der Verkündung des Finanzmarktstabilisierungspakets abgegeben hat: „Das Gesetz erfasst in weitem Umfang Unternehmen des Finanzsektors und Finanzinstrumente. Die Einbeziehung von Pfandbriefen erschien demgegenüber derzeit nicht geboten. Pfandbriefe sind durch die besonderen gesetzlichen Regelungen in Deutschland schon jetzt sicher (...) Soweit die Funktionsfähigkeit des Pfandbriefmarktes es erfordert, wird die Bundesregierung daher **kurzfristig weitere gesetzliche Maßnahmen** zur Gewährleistung von deutschen Pfandbriefen ergreifen.“

Sollte man vor diesem Hintergrund als Investor einfach beherzt zugreifen und sich die hohen Spreads der HRE Pfandbriefe sichern, die nahezu alle deutlich über 100 bp liegen? Dazu sind die wenigsten Investoren bereit. Dies betrifft nicht nur Anleger, die das Risiko von Spreadausweitungen fürchten, sondern auch potentielle Buy-and-Hold Investoren. Die Ereignisse und Erfahrungen seit dem Ausbruch der Finanzmarktkrise Mitte 2007 haben uns alle gelehrt, vorsichtig zu sein. Wir wissen nicht, wie sicher die Pfandbriefe der Hypo Real Estate sind. Wir kennen jedoch einige Angaben zu den Deckungsstöcken der einzelnen Hypo

## Ausstehendes Volumen an Covered Bonds der HRE Gruppe, per Ende 2008

Hypo Real Estate Gruppe	Mrd. EUR
Hypo Real Estate Bank, Hypothekendarlehen	25.7
Hypo Real Estate Bank, Öffentliche Pfandbriefe	15.4
Depfa Deutsche Pfandbriefbank, Öffentliche Pfandbriefe	44.6
Depfa ACS Bank, ACS mit öffentlicher Deckung	52.2

Quelle: Fitch

Real Estate Einheiten und versuchen daraus vorsichtige Schlüsse zu ziehen. Dabei zeigt sich allerdings auch, dass viele wichtige Informationen (z.B. über die Derivatepositionen) fehlen, um ein abschließendes Urteil abgeben zu können. Wir konzentrieren uns hier auf die Pfandbriefe der HRE-Gruppe, die von der HRE Bank und der Depfa Deutsche Pfandbriefbank stammen und mit separaten Deckungsstöcken unterlegt sind.

## Die jüngsten Entwicklungen bei der Hypo Real Estate Gruppe

Nachdem die Hypo Real Estate von der Bundesrepublik Liquidität von fast 100 Mrd. EUR erhalten hat, ist das Institut weiterhin in der Hand privater Aktionäre, so dass die Bundesregierung offensichtlich nur einen begrenzten Einfluss auf die Geschäftspolitik der Bank ausüben kann. Eine Kapitalerhöhung, durch die die Bundesregierung die Mehrheit übernehmen könnte, stößt auf den Widerstand des größten Einzelaktionärs Flowers, der knapp 25% der Anteile hält. Vor diesem Hintergrund hat das Finanzministerium einen Gesetzentwurf auf den Weg gebracht, der eine Enteignung des Instituts ermöglichen soll. Wörtlich heißt es in dem Gesetzentwurf: (...) *Darüber hinaus schafft der Gesetzentwurf die zeitlich eng befristete Möglichkeit, zur Sicherung des öffentlichen Gutes „Finanzmarktstabilität“ Anteile an einem Unternehmen des Finanzsektors und Wertpapierportfolien gegen angemessene Entschädigung zugunsten des Bundes oder des Finanzmarktstabilisierungsfonds zu verstaatlichen. Die Verstaatlichung ist nur zulässig, wenn andere rechtlich und wirtschaftlich zumutbare Lösungen zur Sicherung der Finanzmarktstabilität nicht mehr zur Verfügung stehen.*

Das Gesetzgebungsverfahren soll am 3. April abgeschlossen sein und nur bis zum 30.6.2009 gelten, weswegen das Gesetz von einigen Marktbeobachtern als Lex HRE bezeichnet wird. Die Bundesregierung möchte mit dieser temporären Gültigkeit des Gesetzes in der Tat verhindern, dass die Furcht vor einer allgemeinen Enteignungswelle um sich greift.

Weiter kamen Gerüchte auf, dass die Hypo Real Estate bisher noch nicht entdeckte außerbilanzielle Risiken hat, die einen Refinanzierungsbedarf von insgesamt 1000 Mrd. EUR nach sich ziehen würden. Die HRE Gruppe hat zwar Derivate im Nominalvolumen von etwa 1000 Mrd. EUR. Der Marktwert dieser Positionen liegt jedoch deutlich darunter und dient vermutlich in erster Linie der Absicherung von Zins, Währungs- und Kreditrisiken.

## Qualität der Pfandbriefe der HRE Gruppe

### Fälligkeitsstruktur von Deckungsstock und ausstehenden Hypothekendarlehen der Hypo Real Estate Bank (Mrd. EUR)

Aktiva mit Fälligkeiten von bis zu einem Jahr	9.4	5.1	Verbindlichkeiten mit Fälligkeiten von bis zu einem Jahr
Aktiva mit Fälligkeiten von mehr als einem Jahr und weniger als fünf Jahren	11.1	12.6	Verbindlichkeiten mit Fälligkeiten von mehr als einem Jahr und weniger als fünf Jahren
Aktiva mit Fälligkeiten von mehr als fünf Jahren und weniger als zehn Jahren	3.8	3.1	Verbindlichkeiten mit Fälligkeiten von mehr als fünf Jahren und weniger als zehn Jahren
Aktiva mit Fälligkeiten von mehr als zehn Jahren	1.4	2.8	Verbindlichkeiten mit Fälligkeiten von mehr als zehn Jahren

Ein Blick auf die Fälligkeitsstruktur des Deckungsstocks und der ausstehenden Hypothekendarlehen der Hypo Real Estate zeigt, dass mit einem größeren Liquiditätsproblem nicht zu rechnen ist.

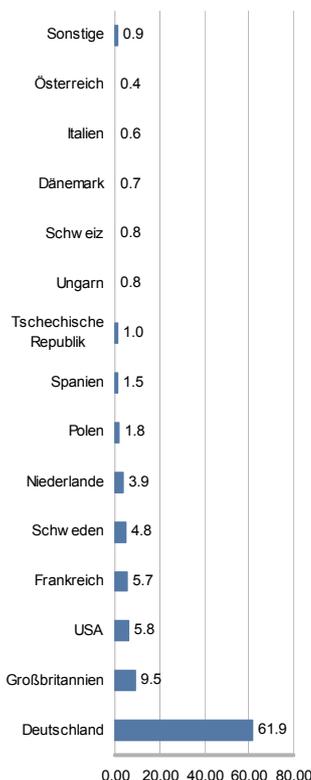
Innerhalb von 12 Monaten (gerechnet ab 1. Januar 2009) werden 5,1 Mrd. EUR an Pfandbriefen fällig, die durch 9,4 Mrd. EUR an fälligen Krediten ohne weiteres bedient werden sollten.

Im vierten Quartal ist der Bestand an ausstehenden Pfandbriefen sprunghaft von 16,9 Mrd. EUR auf 25,7 Mrd. EUR gestiegen. Wir nehmen an, dass der Großteil dieser Emissionen dazu genutzt wurde, um sie bei der EZB als Sicherheiten für Repo-Geschäfte einzureichen. Vermutlich hat sich die Qualität des Deckungsstocks im Zuge der deutlichen Aufstockung der Deckungsmasse eher verschlechtert. Die barwertige Überdeckung des 25,7 Mrd. EUR starken Portfolios liegt im Stressfall (Anstieg des Zinsniveaus um mindestens 100 Basispunkte) bei 2,2 Mrd. EUR, was einer Überdeckung von 11,2% entspricht. In normalen Zeiten würde man von einer sehr komfortablen Überdeckung sprechen. In den heutigen Zeiten, in denen nicht nur Zinsrisiken, sondern auch Kreditrisiken beachtet werden müssen, erscheint uns die Überdeckung lediglich als "ausreichend".

Hinsichtlich der Qualität der Deckungsassets ist folgendes festzustellen. Von den 25,7 Mrd. EUR Deckungsassets sind 17,1 Mrd. EUR Gewerbeimmobilienkredite, also 67%. In einer Rezession dürfte die Qualität dieser Aktiva besonders stark leiden. Dazu kommt, dass ein signifikanter Anteil der Immobilienkredite in Ländern generiert wurde, in denen die Wirtschaftskrise vermutlich besonders stark auf Gewerbeimmobilien durchschlagen wird. Dazu zählen Großbritannien (9,5% des Deckungsstocks), die USA (5,8%), die osteuropäischen Länder (3,8%) und Spanien (1,5%). Zusammen ergibt das ein Exposure gegenüber kritischen Regionen von 20,6%. Innerhalb Deutschlands, dem 61,9% der Deckungsmasse zuzuordnen ist, sind 18,5% in den ostdeutschen Ländern generiert worden, wo die Ausfälle möglicherweise ebenfalls überdurchschnittlich hoch ausfallen könnten.

Unter dem Strich glauben wir, dass sich die Qualität der Deckungsmasse in erster Linie aufgrund von Ausfallrisiken rasch verschlechtern könnte, während die Liquiditätslage relativ komfortabel erscheint. Die Frage ist, ob die zu erwartende Verschlechterung der Qualität der Deckungsaktiva sauber dokumentiert wird und ob die Bank dazu in der Lage ist, die Überdeckung entsprechend zu erhöhen, um im Ernstfall genügend Cash Flow allein aus den Deckungswerten zu generieren, mit denen die Pfandbriefgläubiger befriedigt werden können. Wir könnten uns vorstellen, dass dies ohne weitere Unterstützung ein Problem werden könnte.

**Regionale Verteilung der Hypothekenkredite Hypo Real Estate Bank per Ende 2008 in %**



## Kasten

### Wie verdient eine Pfandbriefbank Geld?

Grundsätzlich können Pfandbriefbanken ihr Geld wie jede andere Bank auch über Fristen- und / oder Kreditrisikotransformation verdienen. Bei Emittenten öffentlicher Pfandbriefe steht eher die Fristentransformation im Vordergrund, bei Emittenten von Hypothekendarlehen die Transformation von Kreditrisiken.

Fristentransformation (ohne Verwendung von Zinsswaps): Unter der Annahme, dass die Zinsstruktur eine normale Struktur aufweist (langfristige Zinsen > kurzfristige Zinsen), wird eine Pfandbriefbank vom Grundsatz her Pfandbriefe mit relativ kurzer Laufzeit emittieren und Deckungsaktiva mit langer Laufzeit damit refinanzieren. So lange die Zinsstruktur steil bleibt, kann die Bank mit diesem Konzept auch Geld verdienen. Problematisch wird es, wenn die Zinsstrukturkurve sich aufgrund des Anstiegs der kurzfristigen Zinsen verflacht. Dann steigen die Refinanzierungsbelastungen, ohne dass dieser höhere Zinsaufwand durch einen entsprechenden Anstieg des Zinsertrags auf der Aktivseite kompensiert wird. In der derzeitigen Krise gesellt sich zu dem typischen Zinsrisiko noch das Liquiditätsrisiko: Wenn Pfandbriefe fällig werden und aufgrund der problematischen Marktlage nicht refinanziert werden können, ergibt sich das Risiko der Illiquidität.

**Fristentransformation (mit Verwendung von Zinsswaps):** Wenn eine Bank sich beispielsweise mit zehnjährigen Pfandbriefen refinanziert hat und dafür zehnjährige öffentliche Titel in die Deckungsmasse genommen hat, dann wird sie üblicherweise kein Geld verdienen. Geht sie aber unter der Annahme einer steilen Zinsstruktur einen Zinsswap ein (zahle variabel, empfangt Festzins), dann kann sie die Zinsbelastung verringern und einen positiven Nettozinsertrag generieren. Auch hier ist wieder die Gefahr, dass die kurzfristigen Zinsen steigen und der Swap gegen einen läuft. Dazu kommt noch das Counterparty-Risiko: Der Swappartner, von dem man die festen Zinszahlungen erwartet, könnte zahlungsunfähig werden. Die Suche nach einem neuen Swappartner kann bedeuten, dass aufgrund neuer Preise das ursprüngliche Kalkül einer positiven Nettozins-ertrags nicht mehr aufgeht.

**Kreditrisikotransformation (ohne Verwendung von Zinsswaps):** Wenn eine Pfandbriefbank öffentliche Anleihen aus Ländern mit hohen Spreads erwirbt (derzeit würden sich da beispielsweise Anleihen aus Österreich, Griechenland oder Irland anbieten), sich aber gleichzeitig zu niedrigeren Risikoaufschlägen refinanzieren kann (weil die Investoren der Bank etwa ein exzellentes Risikomanagement zutrauen), kann selbst bei vollkommener fristenkongruenter Refinanzierung die Bank Geld verdienen. Das Risiko ergibt sich dann nicht durch die Veränderung der Zinsstruktur, sondern durch mögliche Zahlungsausfälle. Hier ist das Beispiel öffentlicher Aktiva herangezogen worden, aber die Kreditrisikotransformation wird vor allem mit Hypothekendarlehen durchgeführt.

## Regionale Verteilung der öffentlichen Pfandbriefe der Hypo Real Estate Bank per Ende 2008 in %



Quelle: Fitch

**Kreditrisikotransformation (mit Verwendung von Zinsswaps):** Vielfach ist es üblich, Aktiva als Asset-Swap zu kaufen (also beispielsweise eine öffentliche Anleihe, bei der der Käufer die feste Zinszahlung an einen Swappartner weitergibt, der im Tausch eine variable Zinszahlung an den Käufer leistet). Verkauft man die Pfandbriefe auch mit einem Asset-Swap, bleibt nur das Kreditrisiko übrig, das sich durch einen entsprechenden Risikoaufschlag auf z.B. den Drei- oder Sechsmontats-Euribor (wird in der Regel bei diesen Transaktionen verwendet) ergibt. Der Ausfall des Swappartners stellt auch hier ein Risiko dar.

### Das Pfandbriefgesetz schützt vor den Risiken aus der Fristentransformation – meistens

Aus den Angaben, die gemäß den Transparenzvorschriften des §28 des Pfandbriefgesetzes bezüglich der Laufzeitstruktur alle vier Monate von jedem Emittenten von Pfandbriefen veröffentlicht werden, lässt sich ableiten, wie hoch das Liquiditätsrisiko ist. Über das Zinsrisiko erfährt man nicht viel, da zum einen die Laufzeitsegmente relativ grob unterteilt sind (unter einem Jahr, ein Jahr bis fünf Jahre, fünf Jahre bis zehn Jahre und mehr als zehn Jahre) und unklar ist, in welchem Volumen und in welcher Weise es zum Einsatz von Derivaten kommt. Allerdings sind die Banken gemäß der Barwertverordnung verpflichtet, mindestens ein Mal pro Woche das Deckungsportfolio einem Stresstest zu unterziehen. Wird der Stresstest nicht bestanden, muss neue Deckung in das Portfolio eingestellt werden. Wörtlich heißt es in der Verordnung: „Ergibt sich bei dem anschließenden betragsmäßigen Abgleich des Wertes der im Umlauf befindlichen Pfandbriefe und der zu ihrer Deckung verwendeten Werte auf der Grundlage der in dem jeweiligen Stresstest ermittelten Barwerte eine **barwertige Unterdeckung**, so ist der höchste aus der Gesamtheit der Simulationen resultierende barwertige Fehlbetrag unverzüglich **zusätzlich in die Deckungsmasse einzustellen.**“

## Fälligkeitsstruktur von Deckungsstock und ausstehenden öffentlichen Pfandbriefen der Hypo Real Estate Bank (Mrd. EUR)

Aktiva mit Fälligkeiten von bis zu einem Jahr	8.2	4.0	Verbindlichkeiten mit Fälligkeiten von bis zu einem Jahr
Aktiva mit Fälligkeiten von mehr als einem Jahr und weniger als fünf Jahren	4.7	5.8	Verbindlichkeiten mit Fälligkeiten von mehr als einem Jahr und weniger als fünf Jahren
Aktiva mit Fälligkeiten von mehr als fünf Jahren und weniger als zehn Jahren	1.3	2.1	Verbindlichkeiten mit Fälligkeiten von mehr als fünf Jahren und weniger als zehn Jahren
Aktiva mit Fälligkeiten von mehr als zehn Jahren	1.1	2.9	Verbindlichkeiten mit Fälligkeiten von mehr als zehn Jahren

Auch bei den öffentlichen Pfandbriefen der Hypo Real Estate Bank muss man sich über die Fristeninkongruenz kurzfristig keine Sorgen machen. In diesem Jahr werden insgesamt Pfandbriefe im Volumen 4 Mrd. EUR fällig. Dem stehen Fälligkeiten von öffentlichen Deckungsaktiva von 8,2 Mrd. EUR gegenüber. Insofern stünde ein Sachwalter im Ernstfall nicht vor der Notwendigkeit, kurzfristig Aktiva zur Liquiditätsbeschaffung verkaufen zu müssen.

Wie sieht es mit der Qualität der Deckungsassets aus? Hier ist die Bank offensichtlich wesentlich konservativer aufgestellt als bei den Assets, mit denen die Hypothekendarlehen gedeckt werden. So sind die Staaten, bei denen besonders starke Spreadausweitungen festzustellen waren, in dem Gesamtportfolio nur mit 5,7% vertreten (osteuropäische Staaten, südeuropäische Staaten, Island, Balten). Dies halten wir für vertretbar, zumal die barwertige Überdeckung bei 5,75% liegt. Allerdings ist festzuhalten, dass die deutschen öffentlichen Deckungsassets, die insgesamt 78,2% des Deckungsstocks ausmachen, zum geringsten Teil Forderungen gegenüber der Zentralregierung darstellen. Der größte Teil sind Forderungen gegen Bundesländer und Kommunen sowie gewährträgerbehaftete Schuldtitel von Landesbanken. Diese Aktiva haben in den vergangenen Monaten auch kräftige Spreadausweitungen hinnehmen müssen. Das Ausfallrisiko dieser Assets schätzen wir jedoch als sehr gering ein, d.h. die Cash Flows dieser Aktiva sollten gesichert sein. Da Notverkäufe von Assets kurzfristig nicht zu befürchten sind, halten wir die öffentlichen Pfandbriefe der Hypo Real Estate für sicher und würden sie weiter im Portfolio halten.

## Fälligkeitsstruktur von Deckungsstock und ausstehenden öffentlichen Pfandbriefen der Deutschen Pfandbriefbank (Mrd. EUR)

Aktiva mit Fälligkeiten von bis zu einem Jahr	20.1	7.6	Verbindlichkeiten mit Fälligkeiten von bis zu einem Jahr
Aktiva mit Fälligkeiten von mehr als einem Jahr und weniger als fünf Jahren	9.8	20.2	Verbindlichkeiten mit Fälligkeiten von mehr als einem Jahr und weniger als fünf Jahren
Aktiva mit Fälligkeiten von mehr als fünf Jahren und weniger als zehn Jahren	4.9	6.3	Verbindlichkeiten mit Fälligkeiten von mehr als fünf Jahren und weniger als zehn Jahren
Aktiva mit Fälligkeiten von mehr als zehn Jahren	9.8	8.0	Verbindlichkeiten mit Fälligkeiten von mehr als zehn Jahren

Die Fälligkeitsstruktur der Aktiva und Passiva der Deutschen Pfandbriefbank weckt nicht die Befürchtung, dass es kurzfristig zu Notverkäufen von Aktiva kommen muss: Mit Fälligkeiten von 20,1 Mrd. EUR gegenüber in diesem Jahr auf der Aktivseite gegenüber Pfandbriefefälligkeiten von 7,6 Mrd. EUR sollte mangelnde Liquidität nicht zum Problem werden.

Die Überdeckung liegt im Stressfall zwischen 8,1% und 9,4%, was bei öffentlichen Assets auf den ersten Blick komfortabel erscheint. Anders als bei den öffentlichen Pfandbriefen der Hypo Real Estate Bank ist die Depfa Deutsche Pfandbriefbank jedoch aggressiver bei der Auswahl ihrer Assets vorgegangen. Nur 32,8% der Aktiva stammen aus Deutschland. Ein Großteil der Aktiva stammt aus Ländern, wo man heute nicht mehr mit einem Achselzucken darüber hinweg-

## Regionale Verteilung der öffentlichen Deckungsassets der Depfa Deutsche Pfandbriefbank per Ende 2008 in %



Quelle: Fitch

geht: Aus Griechenland kommen 9,6% der Aktiva, aus Italien 14,4%, die beiden Länder der iberischen Halbinsel, Spanien und Portugal vereinigen 7% auf sich. Auch Österreich (13%) wird derzeit von den Märkten kritischer beurteilt. Die osteuropäischen Länder sind dagegen nicht sehr stark vertreten (3,4%), wovon auf Polen etwa die Hälfte entfällt. Wenngleich Ausfälle nicht ausgeschlossen werden können, werden diese sicherlich nicht die Dimensionen erreichen, mit denen man bei Gewerbeimmobilien rechnen muss. Notverkäufe wären bei diesem Portfolio sicherlich das größere Problem. Allerdings gibt die Laufzeitstruktur zu dieser Sorge keinen Anlass. Vom Risiko her würden wir diesen Deckungsstock zwischen dem Hypo Real Estate Bank-Deckungsstock öffentlicher Assets und dem Deckungsstock von Hypothekenkrediten ansiedeln.

## Zusammenfassung

Der Wirbel um die Zukunft der Hypo Real Estate Gruppe weckt bei vielen Investoren die Befürchtung, dass die Pfandbriefe, die von den operativen Einheiten der Holding emittiert wurden, nicht mehr sicher sind. Vor diesem Hintergrund haben wir die Deckungsmassen der entsprechenden Pfandbriefe unter die Lupe genommen. Am kritischsten beurteilen wir dabei die Hypothekenspfandbriefe der Hypo Real Estate Bank, die von ihrer geografischen Struktur Sorge bereiten, da sie vielfach in Ländern generiert wurden, die heute mit einem Platzen der Immobilienmarktblase zu kämpfen haben oder wo der Staat teilweise Refinanzierungsprobleme hat. Am positivsten sehen wir die öffentlichen Pfandbriefe der Hypo Real Estate, da hier das Deckungsmasse in erster Linie gegenüber Deutschland aufgebaut wurde. Die öffentlichen Pfandbriefe der Depfa Deutsche Pfandbriefbank sind von ihrem Risiko her zwischen den beiden genannten Wertpapierkategorien anzuordnen, da das Deckungsportfolio von seiner geografischen Aufteilung aggressiver positioniert ist.

Anlegern, die anders als wir erwarten, dass die Bundesregierung trotz ihrer Beleuerungen die Hypo Real Estate fallen lassen wird und dass es daher zu Notverkäufen in den Deckungsmassen kommen könnte, raten wir vom Kauf aller HRE Pfandbriefe ab, da in diesem Fall die Deckungsmassen vermutlich nicht ausreichen, um die Pfandbriefe vertragsmäßig vollständig bedienen zu können.

## ► Steigendes Staatsrisiko rückt auf die Agenda - Fortsetzung Österreich

### 1. Entwicklung des Staatsrisikos

Das Staatsrisiko Österreichs ist in den Augen der Anleger seit Mitte Februar sprunghaft gestiegen. Zwar ist das Land bei allen drei Ratingagenturen mit der Bestnote eingestuft, und auch der Ausblick ist nach wie vor stabil. Demgegenüber wurden im Januar die Länder Spanien, Portugal und Griechenland herabgestuft und Irland mit einem negativen Ausblick versehen. Inzwischen ist jedoch das Osteuropa-Risiko der österreichischen Banken stärker in den Fokus der Anleger gerückt und hat den Credit Default Spread (CDS) seit Mitte Februar zwischenzeitlich um rd. 100 bp auf rd. 270 bp ansteigen lassen. Damit liegt der CDS für Österreich nur knapp unter denen für Irland und Griechenland und deutlich höher als für Deutschland, Frankreich, Spanien, UK und sogar Italien.

Fünffähriger CDS Spread für Österreich



Quelle: Bloomberg

## Indikatoren und Kennzahlen zur Abschätzung des Sovereign-Risks von ausgewählten Covered Bond Ländern

	Deutschland	Spanien	Frankreich	Schweden	Norwegen	Dänemark	Italien	Niederlande	Österreich
Volumen ausstehender EUR Jumbo Covered Bonds in Mrd. EUR per Ende 2008	257	248	109	19	11	3	9	14	8
BIP-Wachstum 2002-2008/ Prognosen 2009/2010	1,2 / -2,3 / 0,7	3,1 / -2,0 / -0,2	1,6 / -1,8 / 0,4	2,7 / -1,4 / 1,2	3,4 / - / -	1,4 / -1,0 / 0,6	0,8 / -2,0 / 0,3	1,9 / -2,0 / 0,2	2,3 / -1,2 / 0,6
Arbeitslosenrate 2008 (EU-Kommission)	7.1	11.3	7.8	6.2	-	3.5	6.7	2.9	4.1
Verschuldung der privaten Haushalte in % des BIP, 2007 (EZB)	65	85	50	-	-	-	35	120	45
Verschuldung der privaten Haushalte in % des verfügbaren Einkommens 2008 (Bank of Italy)	96	124	70	-	-	-	47	-	-
Verschuldung der Unternehmen in % des BIP, 2006 (S&P)	60	120	70	50	-	30	70	50	50
Sparquote (EU-Kommission) 2008	17.1	11.8	15.6	9.4		6	14.8	13.2	16.7
Leistungsbilanzsaldo in % des BIP (2009 Prognosen EU/IWF/HSB)	5.2	-7.1	-4	6.6	19.1	1.3	-1.2	6.5	2.5
Auslandsverschuldung per Juni 2008 in % des BIP (BIS, Weltbank, IWF)	108	139	124	112	106	120	83	287	145
Öffentliche Verschuldung in % des BIP (2009 Prognose der EU-Kommission)	69.6	46.9	72.4	36.2	42.3	28.4	109.3	53.2	62.3
Budgetsaldo in % des BIP (2009 Prognose der EU-Kommission)	-2.9	-6.2	-5.4	-1.3	-	-0.3	-3.8	-1.4	-3
Refinanzierungsbedarf in 2009 in Mrd. EUR (Fitch)	290	145	358	44	-	-	377	129	41
Bilanzvolumen des Bankensektors in % des BIP	325	304	416	165	137	165	242	413	388
Umfang des Bankrettungsprogramms (Garantien / Rekap. / Assetkauf), in EUR, wenn nicht anders angegeben	bis zu 400 Mrd. / 80 Mrd. / -	100 Mrd. / k.A. / 30 (max. 50) Mrd.	- / 10,5 max. 21 Mrd. / max. 320 Mrd.	1,5 Bio SEK / 15 Mrd. / -	- / - / -	bis zu 20 Mrd. DKK / 100 Mrd. / -	k.A. bzw. "von Fall zu Fall" / k.A. vFzF / 40 Mrd.	(max. 200 Mrd.) / k.A. min 20 Mrd. / -	bis zu 75 Mrd. / bis zu 15 Mrd. / -
Financial Strengths des Bankensektors (Moody's)*	C+	B-	C+	B-	B-	B-	C+	B-	C
Rating des Staates (Moody's / S&P / Fitch)	(Aaa*stabil / AAA*stabil / AAA*stabil)	(Aaa*stabil / AA+*stabil / AAA*stabil)	(Aaa*stabil / AAA*stabil / AAA*stabil)	(Aa2*stabil / A+*stabil / AA-*stabil)	(Aaa*stabil / AAA*stabil / AAA*stabil)	(Aaa*stabil / AAA*stabil / AAA*stabil)			
CDS Spread Sovereign	90	160	95	156	61	148	190	120	270

Quellen: Bloomberg, EU-Kommission, EZB, Bank of Italy, BIS, IWF, Weltbank, Fitch, Moody's, S&P

Bitte Beachten Sie: Den Disclaimer finden Sie auf der Seite X dieser Publikation.

Für zehnjährige Anleihen zahlt das Land im Vergleich zu entsprechenden deutschen Papieren inzwischen einen Aufschlag von 110 bp.

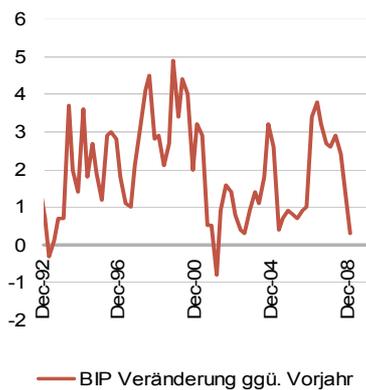
Die österreichische Wirtschaft zeigte sich bislang krisenresistenter als viele andere Volkswirtschaften. So geht das Bruttoinlandsprodukt erst seit dem vierten Quartal 2008 zurück, während es in der Eurozone bereits seit dem zweiten Vierteljahr schrumpft. In den Jahren 2005 bis 2007 wurde ein vergleichsweise dynamisches Wachstum von rd. 3% verzeichnet. 2009 könnte sich angesichts der niedrigen Arbeitslosigkeit von derzeit 4% der Private Verbrauch noch als Stütze für die Wirtschaft erweisen, zumal die Sparquote mit über 16% hoch ist und den privaten Haushalten damit einen Puffer verschafft. Gedämpft werden dürfte das BIP hingegen durch die Exportentwicklung, und auch die Investitionen dürften in diesem Jahr im Hinblick auf die gedämpften Absatzperspektiven und verschärften Finanzierungsbedingungen niedriger ausfallen. Insgesamt ist – wie für die Eurozone als ganzes – ein Schrumpfen der Wirtschaft zu erwarten. Der Rückgang dürfte allerdings noch moderater sein als in vielen anderen Ländern – die EU-Kommission erwartet ein Minus von 1,2%.

Im Vergleich zu den in unserer letzten Ausgabe dieser Publikation behandelten Ländern Irland, Spanien und Großbritannien steht Österreich u. E. trotz bestehender Risiken etwas solider da. Dies liegt insbesondere an dem privaten Sektor. So weisen sowohl die Unternehmen als auch die privaten Haushalte moderate Verschuldungsquoten auf. Auch gab es – anders als in vielen anderen Ländern – keine Übersteigerung im Immobiliensektor, die es nun zu korrigieren gälte. Zudem weisen die österreichischen Unternehmen eine relativ hohe Wettbewerbsfähigkeit auf, die sich in der positiven Leistungsbilanz widerspiegelt. Als kleines offenes Land mit einem hohen Anteil der Exporte am Bruttoinlandsprodukt ist Österreich derzeit allerdings von der sinkenden Nachfrage auf vielen ausländischen Absatzmärkten relativ stark betroffen.

Lediglich im Mittelfeld der EU-Länder ist Österreich allerdings im Hinblick auf seine Staatsfinanzen einzuordnen. So dürfte die öffentliche Verschuldung laut Erwartung der EU-Kommission in diesem Jahr von 60 auf gut 62% ansteigen. Damit würde sie höher liegen als z. B. in Spanien oder Irland, allerdings noch niedriger als in Deutschland oder Frankreich und etwa auf einem Niveau mit Großbritannien. Das in den letzten Jahren niedrige Budgetdefizit wird sich laut Prognose der EU-Kommission in diesem und nächstem Jahr infolge einer Steuerreform sowie von konjunkturell bedingter Mehrausgaben bzw. Mindereinnahmen auf 3 bzw. 3,6% ausweiten. Damit würde Österreich zwar den Maastricht-Schwellenwert von 3% reißen, das Defizit wäre jedoch im Vergleich zu den zu erwartenden zweistelligen Werten in Großbritannien und Irland noch sehr moderat.

Wir gehen allerdings davon aus, dass die staatliche Belastung in Form von Unterstützungsmassnahmen für die österreichischen Banken deutlich größer ausfallen könnte. So sind in dem staatlichen Rettungspaket bis zu 15 Mrd. EUR für die Rekapitalisierung von Banken vorgesehen, und ein Teil dieser Mittel ist bereits – u.a. durch die Verstaatlichung der Kommunalkredit Austria – abgerufen worden. Auch die Erste Bank wird nun auf diesen Topf zugreifen. Über diese Verpflichtungen hinaus garantiert der österreichische Staat in einem Volumen von 75 Mrd. EUR Verbindlichkeiten einer von den Banken gegründeten Clearingstelle sowie direkt Wertpapier-Emissionen der Kreditinstitute. Hierbei handelt es sich aller-

## Auch Österreich ist in die Rezession gerutscht: das BIP sinkt seit Ende 2008

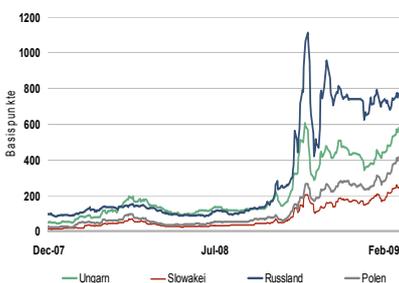


Quelle: Bloomberg

15 Mrd. EUR bereits für Rekapitalisierungen bereitgestellt und z.T. abgerufen

dings um Eventualverbindlichkeiten, d. h. es ist damit zu rechnen, dass der Staat, wenn überhaupt, nur in geringer Höhe für seine Garantien in Anspruch genommen wird. Dass hingegen die bereitgestellten 15 Mrd. EUR abgerufen werden und den Staat dann in einer Höhe von etwa 5% des BIP belasten würden, halten wir durchaus für wahrscheinlich. So ist insbesondere damit zu rechnen, dass die österreichischen Banken in nächster Zeit erhöhte Ausfälle auf ihre Engagements in den mittelosteuropäischen Ländern zu verkräften haben werden, denn diese Länder sind inzwischen mehrheitlich ebenfalls von einer Rezession erfasst worden.

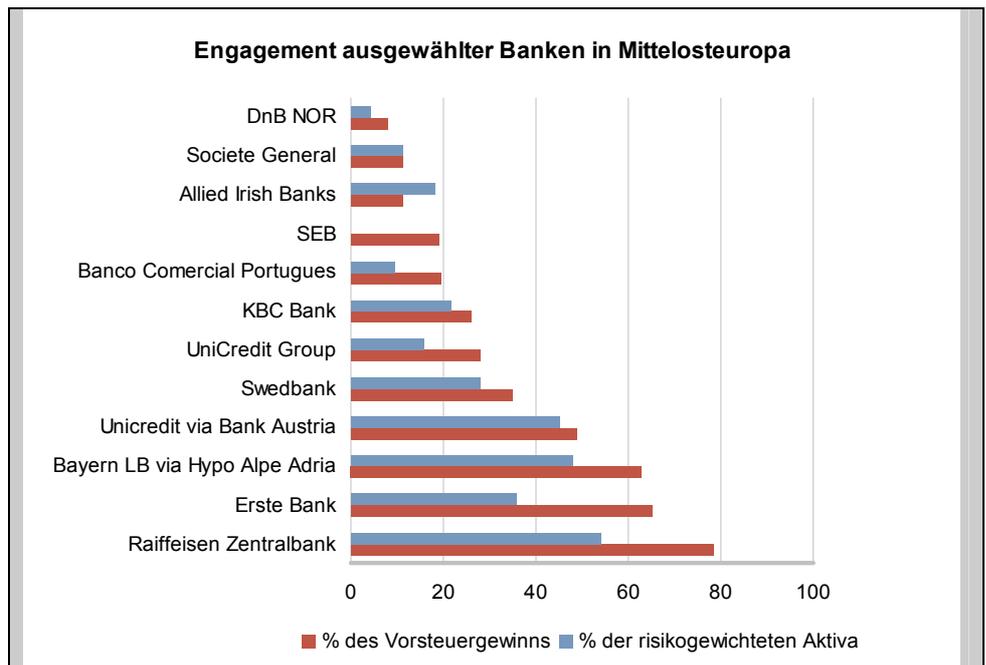
5-jährige CDS Spreads für mittelosteuropäische Staaten



Quelle: Bloomberg

## Erhöhte Risiken für das Mittelosteuropa-Engagement

Ist die Region Mittelosteuropa in den letzten zwei Jahren noch vergleichsweise dynamisch gewachsen (2007: +5,4%, 2008: +3,2%), wird sie laut Prognose des Internationalen Währungsfonds dieses Jahr schrumpfen (-0,4%), allerdings längst nicht so stark wie die Eurozone (Prognose HSH Economics & Research: -2,6%). Hinter diesem Durchschnitt für die Region verbergen sich allerdings große Unterschiede zwischen den mittelosteuropäischen Ländern. So dürften die Wirtschaften in den baltischen Staaten 2009 regelrecht einbrechen, während für Polen sogar noch ein leichtes Wachstum verzeichnet werden könnte. Besonders anfällig in der jetzigen Krise sind diejenigen Länder, die hohe Leistungsbilanzdefizite aufweisen und somit zur Finanzierung ihres Wachstums stark auf ausländisches Kapital angewiesen sind wie die baltischen sowie die südosteuropäischen Staaten. Denn die infolge der Finanzkrise erhöhte Risikoaversion führte dazu, dass die ausländischen Investoren begonnen haben, ihr Kapital aus diesen Ländern abziehen. Dies zeigt sich nicht zuletzt an den Wechselkursen – so hatten bspw. der Ungarische Forint und der Polnische Zloty Mitte Februar neue Allzeittiefs erreicht bzw. fast erreicht. Der Abzug des ausländischen Kapitals wird die inländische Nachfrage und damit das Wachstum bremsen. Die Abwertungen erschweren wiederum den Schuldendienst auf die Verbindlichkeiten, die zu einem großen Teil in ausländischer Währung, vor allem CHF oder EUR, aufgenommen wurden, um Zinsdifferenzen auszunutzen. Das höchste Risiko für Zahlungsausfälle besteht dabei für Staaten, die im Vergleich zu ihren Währungsreserven relativ hohe kurzfristige Auslandsverbindlichkeiten aufweisen wie Estland und Lettland. Die baltischen Staaten, die ihre Währungen eng an den EUR gekoppelt haben, leiden zwar im Hinblick auf ihre Auslandsverbindlichkeiten nicht unter Wechselkursabwertungen. Auf der anderen Seite entfällt aber auch die stützende Wirkung der Wechselkurskorrektur für die Exportwirtschaft, die zur Korrektur der Ungleichgewichte in der Leistungsbilanz beitragen würde. S&P und Moody's halten von den mit einem Investmentgrade versehenen Staaten die baltischen Länder sowie Ungarn, Rumänien und Bulgarien für am stärksten gefährdet. Moody's nennt darüber hinaus Kroatien.



Quellen: Moody's, HSH Economics & Research

Die Qualität der Bankaktiva in Mitteleuropa dürften 2009 somit zum einen von den Abwertungen, zum anderen von der schwachen Konjunktur beeinträchtigt werden. Die Agentur Fitch erwartet in nächster Zeit eine negative Ratingdynamik für die mitteleuropäischen Banken. Hiervon könnten auch die westeuropäischen Muttergesellschaften in Mitleidenschaft gezogen werden, soweit die Osteuropaaktivitäten einen relevanten Teil für deren Geschäft ausmachen. Dabei liegt der Marktanteil der ausländisch dominierten Banken in den mitteleuropäischen Ländern zwischen 56% (Lettland) und 98% (Estland). Nur in Slowenien, der Ukraine, Weißrussland und Russland sind die Anteile deutlich niedriger als 50%. Die Mutterinstitute der in den mitteleuropäischen Ländern aktiven Banken kommen vor allem aus Österreich, Italien, Frankreich, Belgien, Deutschland und Schweden.

Kommt es in den mitteleuropäischen Ländern zu Liquiditätsproblemen, ist allerdings die Wahrscheinlichkeit hoch, dass Stützungsmaßnahmen ergriffen werden. So erhielten bereits Ungarn, Lettland und die Ukraine Hilfe durch den Internationalen Währungsfonds bzw. von der Weltbank und der EU. Die EU-Mitgliedschaft dürfte für die entsprechenden acht Länder dabei einen zusätzlichen Schutz bei Liquiditätsengpässen bedeuten. Ausfälle von Kreditnehmern können durch internationale Hilfsmaßnahmen jedoch nicht verhindert werden.

Mitteleuropageschäft von großer Bedeutung für Wachstum und Gewinne

Jahrelang profitierten die österreichischen Unternehmen sowie die österreichischen Banken von dem dynamischen Wachstum der Länder Mitteleuropas. Die österreichischen Kreditinstitute waren – möglicherweise wegen der Nutzung der Opportunitäten im Osten – deutlich weniger im Subprime-Hypothekenmarkt engagiert als viele Banken in anderen EU-Ländern. Stattdessen profitierten sie durch Akquisitionen oder die Eröffnung von Filialen von der Expansion in Mitteleuropa – und den dort erzielbaren überdurchschnittlichen Gewinnen. So erhöhte sich das Auslandsobligo gegenüber europäischen Schwellenländern allein

von Ende 2006 bis Mitte 2008 um mehr als 50% und betrug zuletzt ein Drittel der gesamten Aktiva österreichischer Kreditinstitute. Die Bedeutung für die Gewinne war mit einem Anteil von 43% noch höher.

## Indikationen und Kennzahlen zur Abschätzung des Risikos in Mitteleuropa

	Bulgarien	Tschechien	Estland	Lettland	Litauen	Ungarn	Polen	Rumänien	Slowenien	Slowakei
BIP-Wachstum 1992-2008/ Prognosen 2009/2010	2,3 / 1,8 / 2,5	3,0 / 1,7 / 2,3	5,9 / -4,7 / 1,2	1,8 / -6,9 / -2,4	1,9 / -4,0 / -2,6	2,9 / -1,6 / 1,0	4,6 / 2,0 / 2,4	2,8 / 1,8 / 2,5	3,7 / 0,6 / 2,3	8,2 / 2,7 / 3,1
Arbeitslosenrate 2008 (EU-Kommission)	6	5	5.1	6.5	5.4	7.7	7.4	6.5	4.5	9.8
Sparquote (EU-Kommission) 2008	-	9.2	8.7	-	-	-	9.2	-	16.6	-
Leistungsbilanzsaldo in % des BIP (2009 Prognosen EU/IWF/HSH)	-20.8	-2.1	-5.7	-6.5	-7	-5.5	-5.6	-11.9	-5.8	-6.2
Öffentliche Verschuldung in % des BIP (2009 Prognose der EU-Kommission)	12.2	29.4	6.1	30.4	20	73.8	47.7	21.1	24.8	30
Budgetsaldo in % des BIP (2009 Prognose der EU-Kommission)	2	-2.5	-3.2	-6.3	-3	-2.8	-3.6	-7.5	-3.2	-2.8
Rating des Staates (Moody's / S&P / Fitch)	(Baa3 stabil / BBB negativ / -)	(A1 stabil / A stabil / A+ stabil)	(A1* / A*-stabil / A- neg)	(Baa1 neg / BBB- negativ / BB+ neg)	(A2* / BBB+ / BBB+ stabil)	(A3 neg / BBB neg / -)	(A2 stabil / A- stabil / A- stabil)	(Baa3 stabil / BB+ neg / BB+)	(Aa2 pos / AA stabil / AA stabil)	(A1 pos / A+ stabil / -)
CDS Spread Sovereign	621	305	705	993	838	569	385	720	205	232

Quelle: EU-Kommission, IMF, Bloomberg, HSH Economics & Research

Trotz weiterer staatlicher Belastungen erscheint AAA-Rating des Staates vorerst nicht gefährdet

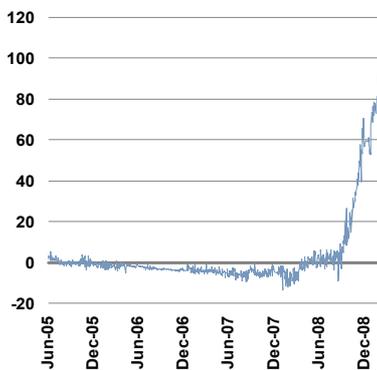
Die Dynamik der Geschäfte in den mitteleuropäischen Ländern erklärt auch die relative Größe des österreichischen Bankensektors, der gemessen an der Bilanzsumme knapp vier Mal so groß ist wie das BIP. Damit besitzt der Sektor für die Volkswirtschaft zwar nicht so eine hohe Bedeutung wie in Großbritannien, ist aber relevanter als in Deutschland oder Spanien. Deutlich größer ist sein Gewicht auch im Vergleich zu Schweden, dessen Banken ebenfalls stark in den mitteleuropäischen Staaten engagiert sind. Österreich ist mit Krediten in Höhe von 230 Mrd. EUR in Mitteleuropa engagiert. Gemessen am BIP (rd. 80%) liegt das Land damit an der Spitze der dort aktiven Länder. Primär sind die österreichischen Kreditinstitute in den Ländern Tschechien, Ungarn und die Slowakei sowie in den südosteuropäischen Staaten Rumänien, Bulgarien und Kroatien engagiert. Mit Ausnahme von Tschechien und der Slowakei werden diese Länder von Moody's als besonders gefährdet eingestuft. In einem Szenario, bei dem 10% der nach Mitteleuropa vergebenen Kredite ausfielen, entstünden Verluste für die österreichischen Banken in Höhe von 23 Mrd. EUR bzw. 8% am BIP. Müssten diese letztlich vom österreichischen Staat getragen werden, könnte die Staatsverschuldung auf 70 bis 80% des BIP steigen. Damit würde zwar der Maastricht-Grenzwert von 60% deutlich überschritten und die Verschuldung würde sich zudem der 80%-Schwelle nähern, bei deren Überschreiten ein AAA-Rating laut Fitch gefährdet sein kann. Japan verlor seine AAA-Einstufung allerdings erst, als die Staatsverschuldung sich bereits der 130%-Marke näherte. Zudem würde sich Österreich in einem solchen Szenario mit diesem Verschuldungsniveau vermutlich in „guter“ Gesellschaft anderer großer, derzeit mit AAA gerateter Länder wie Frankreich, Deutschland oder Großbritannien befinden. So schätzte auch Moody's in einer Analyse von November 2008 es zwar als wahrscheinlich ein, dass Bankenrettungsmaßnahmen die Staatsfinanzen in der Zukunft belasten werden, hält gleichwohl eine Herabstufung des Staates für äußerst unwahrscheinlich.

Zentral dürfte es u. E. sein, dass im Falle einer deutlichen Verschlechterung der Staatsfinanzen Österreichs für die mittlere Frist eine glaubhafte Konsolidierungsstrategie entwickelt wird. Längerfristig sollte sich dabei das Engagement in Mitteleuropa wieder begünstigend auswirken. Denn wir gehen davon aus, dass die Region längerfristig zu einem vergleichsweise dynamischen Wachstum zurückfinden wird.

## 2. Konsequenzen für österreichische Covered Bonds

Die Spreads der österreichischen Covered Bonds sind bis zuletzt auf über 90 Basispunkte gestiegen. Damit waren sie weiter als für die deutschen oder skandinavischen Covered Bonds, allerdings im sonstigen Vergleich noch recht niedrig. Das dürfte auch daran liegen, dass die beiden österreichischen Jumbo Emittenten, die Bawag und die Kommunalkredit Austria, nicht zu den großen Playern im Mitteleuropageschäft gehören. Von den österreichischen Banken sind das vor allem die Raiffeisen Zentralbank, Erste Bank, die BayernLB-Tochter Hypo Alpe Adria sowie die Unicredit-Tochter Bank Austria. Die Bawag hingegen ist stark auf das Inlandsgeschäft fokussiert. Forderungen an mitteleuropäische Kunden und Kreditinstitute machen lediglich etwa 10% aus. Die Bank hat sich zudem von Töchtern in Tschechien und der Slowakei getrennt. Der zweite Jumbo-Emittent, die Kommunalkredit Austria, ist zwar über ihre Beteiligung an der Dexia Kommunalkredit Bank (Dexia-Kom), die auf öffentliche Finanzierungen spezialisiert ist, in Mitteleuropa aktiv. Den eventuell hieraus erwachsenen Risiken steht allerdings entgegen, dass die Kommunalkredit Austria am 3. November 2008 im Rahmen des staatlichen Bankenrettungspaketes zu 99,78% verstaatlicht worden ist.

### Österreichische Fundierte Schuldverschreibungen: Spread ggü. Midswap



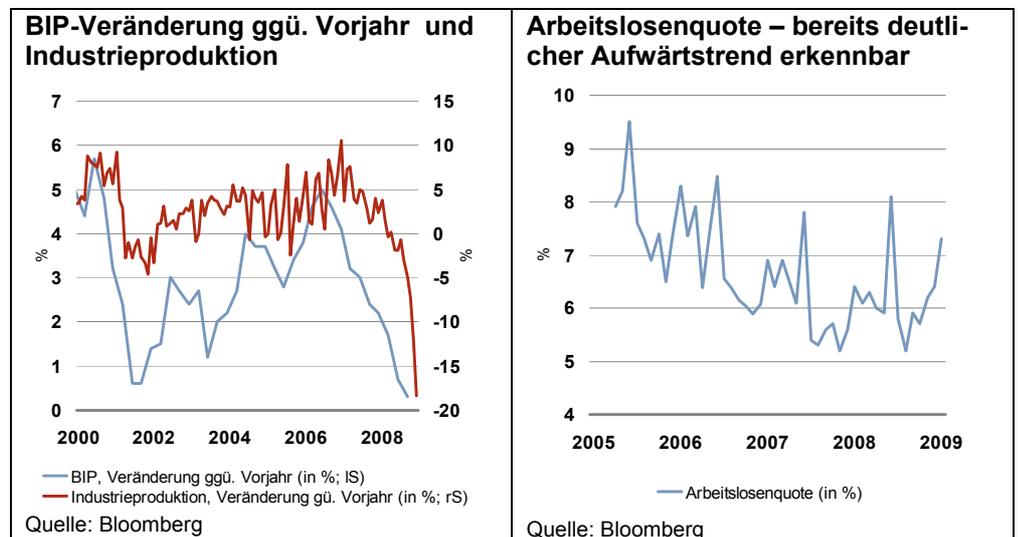
Quelle: Bloomberg

## Schweden

### 1. Entwicklung des Staatsrisikos

Die Bonität Schwedens wird von Seiten der Ratingagenturen durchweg mit stabilen Bestnoten bewertet. Auch die CDS-Spreads bewegen sich auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau. Dennoch besitzt Schweden wie auch Österreich mit der nicht unerheblichen Ausrichtung seiner Banken auf Osteuropa einen Schwachpunkt. Insbesondere das Baltikum ist für die Umsätze schwedischer Banken von Bedeutung, so dass Probleme in dieser Region sich auch in Schweden auswirken könnten.

### Schweden Makroüberblick



Rezession in Schweden voraussichtlich weniger tief als in der Eurozone

Die schwedische Wirtschaft zeigt deutliche Spuren der aktuellen Krise. Der Nachfragerückgang aus dem In- und Ausland (die Exportquote liegt bei 50%) haben die Industrieproduktion im Jahresvergleich um ca. 18% zurückgehen lassen. Sämtliche vorlaufende Stimmungsindikatoren markierten neue historische Tiefstände und signalisieren, dass die Abwärtsdynamik weiter anhalten wird. Das BIP-Wachstum fiel im dritten Quartal 2008 noch knapp positiv aus, für das laufende Jahr wird von der EU-Kommission ein Minus von 1,4% erwartet (Riksbank: -1,6%). Damit liegt Schweden im europäischen Vergleich aber noch in der Spitzengruppe. In den folgenden Jahren dürfte die schwedische Wirtschaft demnach zum Potenzialwachstum von über 2% zurückkehren.

Zur Stabilisierung der Konjunktur dürften neben der Abwertung der Währung (22% ggü. dem EUR seit August 2008) auch die geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen beitragen. So hat die Riksbank den Leitzins von 4,75% im Oktober 2008 bereits auf 1,00% herunterschleust und eine weitere Senkung angedeutet. Zudem wurden Programme zur Verbesserung der Liquidität im Bankensektor aufgelegt. Im Rahmen eines 1,5 Bio. SEK (ca. 130 Mrd. EUR) schweren Stabilitätsfonds versorgt der Staat Finanzinstitute mit Garantien für Neuemissionen mit Laufzeiten bis zu fünf Jahren in beliebiger Währung und beteiligt sich an Kapitalerhöhungen, sofern 30% von privater Seite kommen. Bislang hat die Swedbank

als einziges Institut neben der Finanztochter von Volvo staatliche Unterstützung beantragt. Seit November 2008 nimmt sie das staatliche Garantieprogramm in Anspruch, um das Funding zu erleichtern. Auf diesem Wege hat man bereits u.a. zwei Benchmark-Anleihen in EUR (3,25Mrd. EUR) platziert.

## Bislang solide Staatsfinanzen

Der Gesundheitszustand der schwedischen Staatsfinanzen ist gut. Der Verschuldungsgrad der privaten Haushalte wie auch der der Unternehmen ist nach Ansicht der Ratingagentur S&P lediglich moderat, der öffentliche Schuldenstand gering (Schätzung der EU-Kommission für 2009: 36,2% des BIP). Die Belastungen durch niedriges Wachstum und steigende Arbeitslosigkeit sowie Maßnahmen zum Ankurbeln der Konjunktur dürften daher gut abzufangen sein.

Als schwerwiegendes Problem könnte sich die regionale Ausrichtung des Bankensektors entpuppen. Zwar ist der schwedische Bankensektor mit einem Bilanzvolumen von 165% des BIP im Vergleich zu den Staaten der Eurozone relativ klein. Zur Belastung werden hier aber die Engagements in Osteuropa, vornehmlich den baltischen Staaten. In den Jahren des starken Wachstums in der Region und dem Boom am Häusermarkt nahmen diese Aktivitäten stetig zu. Dies gilt vor allem für die Swedbank. Der Umsatzanteil des Baltic Banking betrug hier in 2007 bereits 25,8%. Daneben weisen die SEB (7,2% in 2007) und Nordea ein signifikantes Engagement im Baltikum aus.

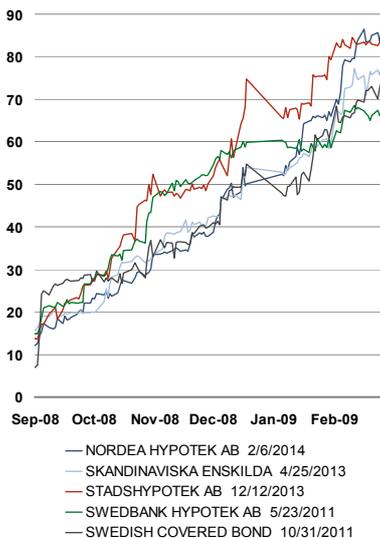
Der Einbruch der baltischen Konjunktur und die Korrektur der Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen und der Blase am Häusermarkt stellen nach Ansicht von S&P das größte Risiko für den schwedischen Bankensektor dar. Die Agentur rechnet kurz- und mittelfristig mit deutlich steigenden Kreditausfällen, insbesondere in Lettland aber auch in Litauen und Estland. Diese Schwierigkeiten spiegeln auch die jüngste Abstufung Lettlands, mit dem dieses aus dem Investmentgrade herausfiel, sowie die Ankündigung der Überprüfung der Bonitätseinstufung der beiden anderen Staaten wider. Neben dem Einbruch der Konjunktur, beschleunigt durch die rückläufige Auslandsnachfrage, die die gesamte Region treffen, belasten Lettland noch Sonderfaktoren. Ein ambitioniertes Konjunkturprogramm wird durch die Auflagen des 7,5 Mrd. EUR schweren Hilfsprogramms von IWF, EU und anderen Kreditgebern erschwert. Durch die Koppelung der Währung an den EUR kann der Export nicht durch die Abwertung des Lats stimuliert werden. Dennoch steht diese auch für die neue Regierung nicht zur Diskussion.

## Staatsfinanzen könnten Belastungen durch den Bankensektor abfedern

Eine genaue Abschätzung der möglichen Belastung, die durch Abschreibungen auf Kredite für die schwedischen Institute und damit eventuell auf den Staat zukommt, ist schwierig. In der Bankenkrise Schwedens (1991-93) lag der Anteil der ausgefallenen Kredite bei 15,7%. Dieses Niveau dürfte im Heimatland längst nicht erreicht werden. Das Risiko in den stärker betroffenen baltischen Staaten ist ungleich höher, aber kaum zu quantifizieren. Bislang liegt der Prozentsatz der notleidenden Kredite nach Angaben von Nordea zwischen 2,7% in Estland und 4,5% in Litauen. Mit einem Schätzwert von 10% angerechnet auf das Volumen des Exposures der schwedischen Banken in den baltischen Staaten, bleibt ein möglicher Verlust noch überschaubar. Bei der Swedbank liegt die Bilanzsumme im Baltic Banking bei 290 Mrd. SEK, im International Banking (u.a. Russland und Ukraine) bei 95 Mrd. SEK. Das Credit Exposure der SEB in den baltischen Staaten liegt bei 201,6 Mrd. SEK (Ende 2008), das Kreditvolumen von Nordea in Nordosteuropa (Baltikum, Russland und Polen) beträgt bei 15,3 Mrd. EUR (Stand Ende 2008). Überschlagen ergibt dies einen potenziellen Verlust von gut 7 Mrd.

EUR, verteilt auf diese drei Banken. Dies sollte der Stabilitätsfonds mit dem bereits eingerichtete Volumen tragen können. Eine Belastung der Staatsfinanzen ist zwar unausweichlich, diese dürfte aber die Bestnoten der Ratingagenturen nicht in Frage stellen. So würde die Verschuldung in Verhältnis zum BIP durch diesen Effekt um nicht mehr als 3% steigen.

## Spreadentwicklung ausgewählter schwedischer Covered Bonds



## 2. Konsequenzen für schwedische Covered Bonds

In den letzten Monaten haben sich die Spreads der Säkerstellda Obligationer deutlich ausgeweitet. Dennoch liegen sie derzeit mit durchschnittlich ca. 70 bp über Midswap im unteren Bereich des Ländervergleichs nur knapp über den deutschen Pfandbriefen. Der schwedische Markt wird also nach wie vor als relativ sicher angesehen. Auch für die besonders im baltischen Raum engagierten Banken sind keine auffälligen Spreadbewegungen festzustellen. Die Covered Bonds der Swedbank liegen derzeit mit Swapsreads von 57 bp für die Laufzeit bis September 2010 bzw. 67 bp für die Mai 2011 im unteren Bereich. Die SEB weist für die Bonds Januar 2011 und April 2013 mit 64 bp bzw. 78 bp eine für schwedische Covered Bonds durchschnittliche Risikoeinschätzung auf. Wenn sich die Belastungen durch das Engagement im Baltikum wesentlich erhöhen, dürften die Investoren stärker zwischen den Instituten differenzieren. Denn diese würden primär die Swedbank und mit Abstrichen Nordea und die SEB treffen.

Am Kapitalmarkt sind seit Anfang September keine großvolumigen Covered Bonds platziert worden. In der Gebührenordnung der Garantien für schwedische Banken werden diese zwar bevorzugt. Neben der Staffelung nach der Ratingklasse des Emittenten – AAA: 24 bp, AA: 37 bp und A: 45 bp – gibt es einen Aufschlag von 25 bp für Covered Bonds und 50 bp für unbesicherte Papiere. Der Vorteil von 25 bp reicht als Anreiz aber nicht aus. Zum einen stehen die zusätzlichen administrativen Kosten im Weg. Zum anderen ist zwar die Klasse der staatsgarantierten Bank-Anleihen am Primärmarkt bereits etabliert, staatsgarantierte Covered Bonds aber nicht. Aber Covered Bonds dürften für die Institute, die bislang keine staatlichen Garantien in Anspruch genommen haben, bei anhaltend aufnahmefähigem Kapitalmarkt eine Fundingoption sein.

## Vergleich zwischen Österreich und Schweden

Auch wenn wir die Ausweitung des CDS Spreads Österreichs für übertrieben halten, sind wir mit dem Markt der Ansicht, dass sich das Staatsrisiko für Österreich deutlich ungünstiger darstellt als für Schweden. So ist bereits die Ausgangssituation Österreichs angesichts der weniger soliden Staatsfinanzen weniger komfortabel. Zudem sind die österreichischen Banken vergleichsweise stärker in Mitteleuropa engagiert und haben darüber hinaus eine höhere gesamtwirtschaftliche Bedeutung. Auf die österreichischen Institute dürften somit absolut gesehen deutlich höhere Verluste zukommen, und auch die Staatsfinanzen sollten im Falle von nötigen Rettungsmaßnahmen stärker belastet werden. Positiv für Schweden könnte sich darüber hinaus die flexible Währung auswirken, denn die Abwertung der SEK dürfte die schwedischen Exportunternehmen stützen und sollte sich damit indirekt auch positiv auf die Kreditqualität bei den schwedischen Banken auswirken. Demgegenüber fungiert der Wechselkurs für das Eurozonen-Mitglied Österreich nur sehr begrenzt als Korrektiv.

Unter dem Strich sind wir der Ansicht, dass das Staatsrisiko Österreichs höher ist als das Schwedens. Das Extremszenario eines Staatsausfalls halten wir gleichwohl bei beiden Ländern für gering.

## ► Neue Covered Bond Rating Methode von S&P avisiert

Am 4. Februar kündigte die Ratingagentur S&P an, ihre Methode zum Rating von Covered Bonds zu revidieren. Bis zum 27. März können die Marktteilnehmer Kommentare zum derzeitigen Vorschlag einreichen. Anschließend soll die Methode finalisiert werden und dann innerhalb von 90 Tagen eventuelle Credit Watch Einstufungen vorgenommen werden. S&P erwartet, dass durch die Methodenänderung etwa 60% der Covered Bond Programme von Herabstufungen betroffen sein werden. Weitere Herabstufungen könnten laut S&P nötig werden, wenn die Übersicherung nicht in ausreichendem Maße erhöht werden kann.

Verstärkte Berücksichtigung des Liquiditätsrisikos

Mit der Veränderung der Methodologie reagiert nun – nach Fitch und Moody's – auch S&P auf die Lehren aus der Finanzkrise. So erkennt die Agentur an, dass eine Bank in dem aktuellen Umfeld Probleme haben kann, Fristeninkongruenzen zu überbrücken und somit ihren Zahlungsverpflichtungen rechtzeitig nachzukommen. Daher ist laut S&P relevant, wie groß die Deckungslücke ist und inwieweit im Insolvenzfall entweder Mittel von Dritten aufgenommen oder aber die Aktiva verkauft werden können. Von Bedeutung ist zudem, wie hoch die systemische Unterstützung für Covered Bonds in der jeweiligen Jurisdiktion einzuschätzen ist, also z. B. durch die Zentralbank. Über einen sog. „soft link“ will S&P zukünftig das Emittentenrating mit dem Covered Bond Rating verbinden. Dabei ist die Anbindung umso enger, je höher das Risiko eines Liquiditätsengpasses nach Konkurs des Emittenten eingestuft wird. Zudem plant die Agentur, den Covered Bond Ratings Ausblicke bezüglich ihrer mittelfristigen Entwicklung zu verleihen.

Folgende Faktoren sind laut S&P bestimmend für die Höhe des Liquiditätsrisikos:

- das Ausmaß der Aktiv-Passiv-Inkongruenzen sowie das ausreichende Vorhandensein liquider Aktiva in der Deckungsmasse (Ersatzdeckung), insbesondere von repofähigen Assets, um diese gegen Liquidität bei einer Zentralbank einzureichen
- Die jeweilige Covered Bond Jurisdiktion, denn diese unterscheiden sich nach der Gesetzgebung sowie der zu erwartenden systemischen Unterstützung im Falle von Zahlungsproblemen.
- Bei Programmen, bei denen keine Zwischenfinanzierungen bei Dritten (u.a. der Notenbank) möglich sind, sondern für die Beschaffung von Liquidität auf den Verkauf von Deckungsaktiva zurückgegriffen werden muss, ist der Marktwert der Deckungsaktiva für das Liquiditätsrisiko relevant. Dieser bestimmt sich nach der Wertentwicklung von vergleichbaren Residential Mortgage Backed Securities (RMBS)-Portfolien. Angesichts des derzeit gestressten Marktes und erhöhter Abschläge dürften für solche Programme Herabstufungen nur durch kräftige Erhöhungen der Überdeckung verhindert werden können; S&P nennt hier als Beispiele Großbritannien und Griechenland.

## Die drei Kategorien:

S&P teilt die Covered Bond Programme in drei Kategorien ein. Aus der jeweiligen Einstufung ergibt sich, inwieweit das Covered Bond Rating das Rating des jeweiligen Emittenten übertreffen kann:

Kategorie entscheidet über Rating-  
abstand zwischen Covered Bond  
und Emittent

Kriterium	Covered Bond Kategorie		
	1	2	3
Definition	Kein Liquiditätsrisiko	Minimales Liquiditätsrisiko	Erhöhtes Liquiditätsrisiko
Aktiv-Passiv-Analyse	Fristenkongruent refinanzierte oder garantierte und angemessen geratete Liquiditätsfazilität	Durchschnittl., gewichtete Fälligkeitslücke zwischen Aktiva und Passiva von weniger als 18 Monaten und ein maximaler Liquiditätsbedarf von 15% der ausstehenden Aktiva und ein ausreichender Betrag liquider Vermögenswerte	Durchschnittliche, gewichtete Fälligkeitslücke zwischen Aktiva und Passiva von mehr als 18 Monaten oder ein maximaler Liquiditätsbedarf von 15% der ausstehenden Aktiva oder ein nicht ausreichender Betrag liquider Vermögenswerte
Refinanzierungsoptionen	Nicht nötig	Zugang zu Liquidität über die Zentralbank oder über Dritte	Zugang oder kein Zugang zu Liquidität über die Zentralbank oder kein Zugang zu Liquidität über Dritte
Jurisdiktion	Jedes Land, in dem die übrigen Aspekte der Covered Bond Ratingmethodologie von S&P erfüllt sind	Deutschland, Frankreich, Dänemark und Banktöchter in Irland und Luxemburg, sofern die übrigen Aspekte der Covered Bond Ratingmethodologie von S&P erfüllt sind	Potenziell jedes Land mit einer Covered Bond Gesetzgebung oder Länder, in denen strukturierte Covered Bonds emittiert werden und in denen die übrigen Aspekte der Covered Bond Ratingmethodologie von S&P erfüllt sind
Maximales Covered Bond Rating	'AAA' ohne Mindestrating des Emittenten	'AAA' bei einem Mindestrating des Emittenten von 'A'	'AAA' bei einem Mindestrating des Emittenten von 'AA-'
Deckungswerte	Jegliche Deckungswerte	Traditionelle Deckungswerte	Traditionelle und sonstige Deckungswerte
Emittentenrating	Covered Bond Kategorie		
	1	2	3
	Kein Liquiditätsrisiko	Minimales Liquiditätsrisiko	Erhöhtes Liquiditätsrisiko
AAA	AAA	AAA	AAA
AA+	AAA	AAA	AAA
AA	AAA	AAA	AAA
AA-	AAA	AAA	AAA
A+	AAA	AAA	AA+
A	AAA	AAA	AA+
A-	AAA	AA+	AA
BBB+	AAA	AA+	AA-
BBB	AAA	AA	A+
BBB-	AAA	AA-	A
BB+	AAA	A+	A-

Quellen: S&P, HSH Nordbank Economics & Research

In die (beste) Kategorie 1 fallen Covered Bonds, bei denen kein Liquiditätsrisiko besteht und die somit unabhängig vom Emittentenrating mit AAA eingestuft werden. Dies ist laut S&P bspw. der Fall bei „pass-through“-Strukturen oder dann, wenn eine Liquiditätsfazilität einer dritten, gerateten Partei besteht. Unter diese Kategorie sollen spanische Multi-Cédulas fallen.

In die Kategorie 2 fallen Bonds, bei denen ein minimales Liquiditätsrisiko besteht. Das ist laut S&P dann der Fall, wenn

- die durchschnittliche, gewichtete Restlaufzeit von Deckungswerten und ausstehenden Covered Bonds nicht mehr als 18 Monaten voneinander abweichen **und**
- der maximale gestresste Liquiditätsbedarf nicht größer ist als 15% der Deckungsaktiva **und**
- dieser ausreichend durch liquide (z.B. repofähige) Aktiva gedeckt ist.

Die Covered Bonds, die in diese Kategorie fallen, können bestenfalls 3 bis 4 Notches oberhalb des Emittentenratings eingestuft werden. Um ein AAA-Rating zu erhalten, muss der Emittent mindestens mit A geratet sein. In die Kategorie 2 fallen grundsätzlich Covered Bonds von Banken aus Deutschland, Frankreich und Dänemark sowie von deren Töchtern aus Luxemburg und Irland. S&P schlägt vor, Emittenten aus anderen Ländern grundsätzlich in Kategorie 3 einzusortieren.

Kategorie 3 umfasst Covered Bonds mit erhöhtem Liquiditätsrisiko, die nicht die Bedingungen der ersten beiden Kategorien erfüllen. Als Beispiel nennt S&P hierfür Covered Bonds aus Schweden. Das Covered Bond Rating kann nur um maximal 3 bis 4 Notches über dem Emittentenrating liegen. Für ein AAA ist zumindest ein AA- des Emittenten nötig.

S&P merkt an, dass die spanischen Cédulas Hipotecarias nicht unter die Neuerungen fallen, da ihre Ratings bereits an die Emittentenbonität gekoppelt sind.

Die deutschen Pfandbriefe können zwar grundsätzlich in die Kategorie 2 fallen. Da aber insbesondere bei den Hypothekendarlehen die Deckungswerte i.d.R. nicht EZB-repofähig sein dürften, ist davon auszugehen, dass die Programme tatsächlich vielfach eher in die Kategorie 3 einsortiert werden. Dann ist angesichts der in Deutschland häufig relativ niedrigen Emittentenratings mit Herabstufungen zu rechnen. Von den deutschen Emittenten scheinen uns vor dem Hintergrund der bisherigen Informationen insbesondere die Papiere der mit lediglich ‚BBB \*developing‘ gerateten HRE sowie der ebenfalls zur Holding gehörenden irischen Depfa ACS (BBB) von einer Herabstufung bedroht.

Ohnehin lassen die Ankündigungen von S&P darauf schließen, dass für einen großen Teil der derzeitigen Covered Bond Programme von Ratingsenkungen auszugehen ist. Dies dürfte einerseits für Verkaufsdruck bei den Investoren sorgen, insbesondere bei denjenigen, die nur an Anleihen mit der Bestnote interessiert sind. Andererseits würde sich damit die Refinanzierung für die Covered Bond Emittenten verteuern, wenn diese entweder höhere Spreads zahlen müssen oder ggf. gezwungen sind, die Überdeckung zu erhöhen. Zum Teil dürften die zu erwartenden Veränderungen aber bereits vom Markt vorweggenommen sein, zumal der Liquiditätsaspekt von Fitch und Moody's schon seit längerem in die Covered Bond Einstufungen einfließt, ohne dass es durch die entsprechende

Deutschen Pfandbriefen wird voraussichtlich mittleres oder erhöhtes Liquiditätsrisiko zugeschrieben

Mehrheit der Covered Bonds soll herabgestuft werden, Papiere mit Bestnote wären dann in der Minderheit

Methodenmodifikation allerdings zu einer größeren Herabstufungswelle kam. So hat Fitch bereits im Juli 2006 mit der Einführung des Discontinuity Faktors eine direkte Abhängigkeit zwischen dem Emittentenrating und der Bonität des Covered Bonds hergestellt. Moody's zog im März letzten Jahres mit der Einführung des Timely Payment Indicators nach. Entsprechend lagen in letzter Zeit die S&P-Ratings für Covered Bonds z. T. über denen der anderen Agenturen, nicht zuletzt während der Schieflage von Washington Mutual, als die S&P-Einstufung noch bei AAA lag, während Moody's dem Risiko von Zahlungsverzögerungen im drohenden Konkursfall durch eine Herabstufung der Covered Bonds auf Baa1 Rechnung trug. Eine Reform der S&P-Methodologie war somit überfällig und ist grundsätzlich positiv zu werten.

## ► Meldungen - Telegramm

Datum	Meldung
6-Feb-09	BNP Paribas kündigt ein durch öffentlichen Aktiva besichertes 15 Mrd. EUR Covered Bond Programm an. Dies ist das erste Programm strukturierter Covered Bonds, das auf öffentliche Assets abstellt.
6-Feb-09	Postbank gibt fünfjährigen Jumbo Hypothekenpfandbrief über 2,2 Mrd. EUR. 85 bp über Midswap aus.
6-Feb-09	Die Schwedische Bank SEB plant eine Kapitalerhöhung zu Stärkung der Kapitalbasis von 1,5 Mrd. EUR, dies wird zu 51% von Großaktionären getragen, der Rest wird vom Bankenkonglomerat garantiert. Die Bank verfolgt langfristig das Ziel, eine Kernkapitalquote nach Basel II von 10% zu erreichen.
6-Feb-09	Dänemakrs größte Bank, Danske Bank, begibt sich unter den staatlichen Rettungsschwirm und erhält die Möglichkeit, bis zu 26 Mrd. Kronen mit staatlicher Garantie zu erhalten.
6-Feb-09	Santander hat trotz der Finanzkrise und Spaniens Immobilienkrise Nettogewinn um 9,0% gesteigert. Management geht aber davon aus, das sich die kommenden Ergebnisse verschlechtern werden, da die Kreditausfallrate ansteigen wird.
11-Feb-09	Nach SWEDBANK und SEB benötigt jetzt auch der größte Schwedische Finanzdienstleister NORDEA frisches Kapital in Höhe von 2,5 Mrd EUR, um die Kapitaldecke zu stärken. Als Grund werden hohe Kreditverluste angegeben.
12-Feb-09	Bank of Ireland gab eine Gewinnwarnung für die zweite Hälfte des Finanzjahres heraus. Die irische Regierung dementierte Nationalisierungsgerüchte, wenngleich der Einfluss der Regierung durch das rettungspaket gestiegen ist.
12-Feb-09	Die EU Kommission hat das schwedische Banken Rekapitalisierungsprogramm beihilfrechtlich gebilligt. Der Staat kann Aktien oder Hybridkapital bereitstellen, erwartet aber, dass jeweils min. 30% von privaten Investoren getragen werden.
12-Feb-09	Die Nord LB hat eine vom Land Niedersachsen garantierte Anleihe in Höhe von 2 Mrd EUR und einem Spread von 70 bp ggü. Midswap platziert. Der Spread ist deutlich höher als bei den vom Bund garantierten Bankschuldverschreibungen.
12-Feb-09	Die HRE bekommt weitere Garantien aus dem Soffin Fonds in Höhe von 10 Mrd. EUR und stockt damit die Soffin-Hilfe auf 52 Mrd. EUR auf. Dies ist unter anderem notwendig, da die Zentralbanken die Beleihungswerte für Schuldverschreibung drastisch reduzierten.
13-Feb-09	Die Düsseldorfer Hypo (DHB) musste hohe Nettoverluste aufgrund von Anleihen hinnehmen. DHB ist nun gezwungen unter den Rettungsschwirm der Regierung zu gehen. Weiterhin gilt es als wahrscheinlich, dass der Privatinvestor Lone Star die angeschlagene Bank übernimmt.
13-Feb-09	Die irischen Banken Bank of Ireland und Allied Irish Banks wird jeweils 3,5 Mrd Eur aus der Staatskasse erhalten. Im Gegenzug erhält Irland Vorzugsaktien mit jährlich 8% Dividende.
24-Feb-09	Die beiden spanischen Sparkassen Caja Castilla-La Mancha (CCM) und Unicaja schließen sich zusammen. Aufgrund wirtschaftlicher Probleme und eines schnell schlechter werdenden Immobilienmarktes müssen sich Sparkassen zusammenschließen um Solvenzprobleme zu beseitigen.

## Emissionen und Fälligkeiten

### Nicht-Benchmark Covered Bond Emissionen (unter 1 Mrd. EUR)

Name des Emittenten	Volumen in Mio. EUR	Bezeichnung	Kupontyp	Tap	Zinslaufbeginn	Laufzeit
HSH NORDBANK AG	500	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	FLOATING		3/5/2009	3/5/2013
HSH NORDBANK AG	500	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	FLOATING		3/5/2009	3/5/2014
NORDDEUTSCHE LANDESBANK	100	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	ZERO COUPON		3/4/2009	2/28/2014
KREISSPARKASSE KOELN	1	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		3/4/2009	9/5/2011
LB BADEN-WUERTTEMBERG	70	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/25/2009	2/27/2012
EUROHYPO AG	10	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	FLOATING		3/4/2009	3/4/2013
NORDDEUTSCHE LANDESBANK	200	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	FIXED		3/4/2009	3/4/2013
LB BADEN-WUERTTEMBERG	15	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	ZERO COUPON		3/3/2009	1/31/2014
LANDBK HESSEN-THUERINGEN	100	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FLOATING		3/6/2009	3/6/2012
HSH NORDBANK AG	35	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	FLOATING		3/4/2009	3/4/2019
LB BADEN-WUERTTEMBERG	20	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FLOATING		2/27/2009	2/27/2014
WL BANK	30	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	FIXED		3/4/2009	3/4/2011
HSH NORDBANK AG	10	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	FIXED		3/5/2009	3/5/2012
DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK	30	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	FIXED		3/2/2009	3/2/2015
LB BADEN-WUERTTEMBERG	20	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/25/2009	4/10/2012
LB BADEN-WUERTTEMBERG	10	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/27/2009	2/26/2016
LANDBK HESSEN-THUERINGEN	50	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		3/3/2009	7/13/2009
BAYERISCHE LANDESBANK	300	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	FIXED		3/2/2009	10/2/2014
BAYER HYPO- VEREINSBANK	50	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FLOATING		2/27/2009	2/27/2012
LB BADEN-WUERTTEMBERG	20	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		1/20/2009	1/20/2012
BREMER LANDESBANK	100	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FLOATING		2/27/2009	2/27/2012
LANDBK HESSEN-THUERINGEN	100	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	ZERO COUPON		3/3/2009	12/21/2012
HSH NORDBANK AG	30	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/26/2009	2/26/2014
LANDBK HESSEN-THUERINGEN	250	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	FLOATING		2/25/2009	2/25/2011
DEUT APOTHEKE AERZTEBANK	75	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/24/2009	2/24/2015
WESTLB AG	50	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	FIXED		2/25/2009	2/25/2014
DZ BANK AG	10	DZ BRIEFE	FIXED		2/26/2009	2/25/2014
DZ BANK AG	10	DZ BRIEFE	FIXED		2/26/2009	2/26/2013
WL BANK	20	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	FIXED		2/25/2009	2/25/2019
KREISSPARKASSE KOELN	0.7	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/19/2009	8/19/2011
LANDBK HESSEN-THUERINGEN	50	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	FIXED		1/26/2009	12/23/2016
LANDESBANK BERLIN AG	10	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/19/2009	2/19/2019
MUENCHENER HYPOTHEKENBNK	50	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	FIXED		2/19/2009	7/13/2009
KREISSPARKASSE KOELN	2	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/16/2009	2/16/2012
LANDBK HESSEN-THUERINGEN	45	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	FIXED		1/21/2009	1/21/2011
HSH NORDBANK AG	10	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/19/2009	2/19/2016
NORDDEUTSCHE LANDESBANK	200	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	FIXED		2/17/2009	2/17/2011
ERSTE GROUP BANK AG	1	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	FIXED		2/27/2009	2/27/2013
WL BANK	30	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	FLOATING		2/18/2009	2/18/2019
BREMER LANDESBANK	50	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/16/2009	2/16/2010
LANDBK HESSEN-THUERINGEN	200	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/20/2009	2/20/2014
LANDES HYPOBK STEIERMARK	30	PFANDBRIEFE.	FIXED		2/12/2009	2/12/2014
LANDBK HESSEN-THUERINGEN	200	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/20/2009	2/20/2013
ERSTE GROUP BANK AG	6	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/20/2009	2/20/2013
HSH NORDBANK AG	5	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/19/2009	2/19/2018
KREISSPARKASSE KOELN	1	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/2/2009	2/2/2012
WUESTENROT BANK PFANDBRF	40	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FLOATING		2/17/2009	2/17/2012
DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK	50	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FLOATING		2/13/2009	2/13/2012
WESTDEUT IMMOBILIEN BANK	50	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/16/2009	4/30/2009
DEUTSCHE GENOSSEN-HYPOBK	50	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FLOATING		2/11/2009	12/18/2014
DEUTSCHE GENOSSEN-HYPOBK	50	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FLOATING		2/11/2009	12/18/2015
LB BADEN-WUERTTEMBERG	10	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	FIXED		2/6/2009	2/6/2019
LB BADEN-WUERTTEMBERG	10	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/13/2009	7/13/2009
LB BADEN-WUERTTEMBERG	10	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	FIXED		2/6/2009	2/6/2015
WL BANK	20	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/13/2009	2/13/2019
NORD/LB COVERED FIN BANK	25	LETTRE DE GAGE PUBLIQUES	FLOATING		2/13/2009	2/9/2017
NORDDEUTSCHE LANDESBANK	10	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	FIXED		2/11/2009	2/11/2019
UNICREDIT BK AUSTRIA AG	10	PFANDBRIEFE.	FIXED		2/20/2009	2/20/2019
MUENCHENER HYPOTHEKENBNK	50	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/13/2009	7/13/2009
CIE FINANCEMENT FONCIER	85	OBLIGATIONS FONCIERES	FIXED	Tap	1/19/2007	10/25/2017
DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK	10	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/11/2009	2/11/2011
LANDBK HESSEN-THUERINGEN	100	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/11/2009	2/11/2019
CIF EUROMORTGAGE	80	OBLIGATIONS FONCIERES	FIXED	Tap	10/25/2006	10/25/2016
BERLIN-HANNOVER HYPBK AG	5	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/11/2009	2/11/2013
LB BADEN-WUERTTEMBERG	25	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/11/2009	2/11/2019
NORDDEUTSCHE LANDESBANK	200	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	FLOATING		2/6/2009	2/7/2011
LANDBK HESSEN-THUERINGEN	100	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/10/2009	8/10/2017
DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK	25	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/11/2009	2/11/2019
DEUTSCHE GENOSSEN-HYPOBK	25	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/11/2009	2/11/2019
DEUTSCHE GENOSSEN-HYPOBK	20	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FLOATING		1/28/2009	1/28/2014
LANDESBANK BERLIN AG	35	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		1/26/2009	3/26/2013
EUROHYPO AG	10	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FLOATING	Tap	10/30/2008	4/30/2010
DEXIA KOMMUNALBANK AG	10	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	STEP CPN		2/16/2009	2/16/2017
DEXIA KOMMUNALBANK AG	10	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	STEP CPN		2/16/2009	2/16/2015
DEXIA KOMMUNALBANK AG	15	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	STEP CPN		2/17/2009	2/17/2014
MUENCHENER HYPOTHEKENBNK	250	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	FLOATING		2/2/2009	2/2/2010
EUROHYPO AG	50	HYPOTHEKENPFANDBRIEFE	FIXED		2/4/2009	2/4/2019
DEXIA KOMMUNALBANK AG	15	OEFFENTLICHE PFANDBRIEFE	FIXED		2/16/2009	2/16/2016
Gesamt	5102					
Floater	2290					
Taps	175					
Deutsche Pfandbriefe	4895					

Quelle: Bloomberg

Bitte beachten Sie: Den Disclaimer finden Sie auf Seite IX dieser Publikation.

## Jumbo-Emissionen seit Anfang Januar

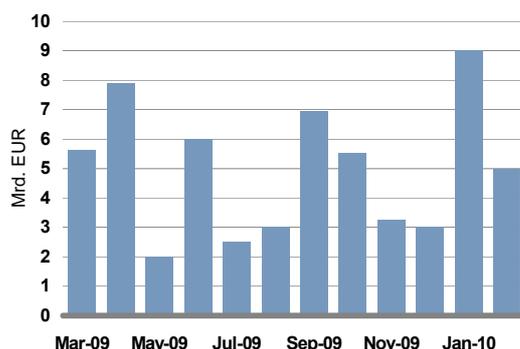
Emittent	Zinslauf- beginn	Fälligkeit	Volumen (in Mio. EUR)	Kupon (%)	ISIN	Rating S&P	Fch	Spread bei Emission (bp ggü. Midswap)	Aktueller Spread (bp ggü. Midswap)
AYT CEDULAS CAJA	2/2/2009	2/17/2012	2323	3.500	ES0312298211	Aaa	AAA		
DEUTSCHE POSTBNK	2/12/2009	2/12/2014	1000	3.750	XS0413115337	Aaa	AAA	85	68.0
LB BADEN-WUERTT	2/12/2009	2/12/2014	1000	3.750	DE000LBW2WC2	Aaa	AAAe	75	62.0

Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank Economics & Research

## Fälligkeiten in Jumbo Covered Bonds

Emittent	Volumen (Mrd. EUR)	Kupon (%)	Fälligkeit	Typ	Rating		
					Mdy	S&P	Fitch
HYPOBK IN ESSEN	2.0	2.75	2/27/2009	Öff. Pfandbrief	Aaa	AAA	AAA
DEPFA PFANDBRIEF	1.8	5.75	3/4/2009	Öff. Pfandbrief	Aaa	AAA /*-	AAA /*-
BAYERISCHE LNDBK	1.5	5.25	3/13/2009	Öff. Pfandbrief	Aaa	nr	AAA
BERLIN-HANN HYPO	1.4	5	3/20/2009	Öff. Pfandbrief	Aaa	NR	AAA
ARGENTARIA	1.0	4.375	3/30/2009	C. Hipotecarias	Aaa	nr	nr
DEUTSCHE HYP HAN	1.6	3.25	4/7/2009	Öff. Pfandbrief	Aaa	AAA	nr
SEB AG	1.1	4	4/14/2009	Hyp. Pfandbrief	Aaa	nr	nr
SUDEUTSCHE BODN	1.0	4	4/20/2009	Öff. Pfandbrief	Aaa	AAA /*-	AAA /*-
EUROHYPO AG	3.0	4	4/27/2009	Hyp. Pfandbrief	Aaa	AAA	AAA
BAYER HANDELSBK	1.1	5.5	4/27/2009	Öff. Pfandbrief	Aaa	AAA /*-	AAA /*-
WURTTEMBERGER HB	1.0	3.5	5/14/2009	Hyp. Pfandbrief	Aa3	AAA /*-	nr
LB RHEINLD-PFALZ	1.0	3.5	5/19/2009	Öff. Pfandbrief	Aaa	AAA	AAA
LB BADEN-WUERTT	1.3	3.5	6/3/2009	Öff. Pfandbrief	Aaa	AAA	AAA
EUROHYPO AG	2.5	2.5	6/9/2009	Öff. Pfandbrief	Aaa	AAA	AAA
BAYER HYPO-VEREI	1.3	2.5	6/22/2009	Öff. Pfandbrief	Aaa	AAA	AAA

Quelle: Bloomberg



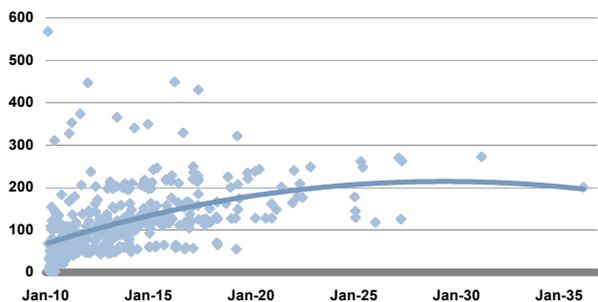
## Staatsgarantierte Emissionen

Name des Emittenten	ISIN	Kupon	Fälligkeit	Volumen in Mrd. EUR	Rating S&P / Moody's / Fitch	Emissions- spread	akt. Spread
ING BANK NV	XS0415072098	3.375	3/3/2014	4.00	AAAe / Aaa / AAA	75	62.3
BANCO PASTOR	ES0313770077	3.000	3/2/2012	1.00	-- / Aaae / --	75	82.4
BANKINTER SA	ES0313679450	3.000	2/24/2012	1.50	AA+e / Aaa / --	76	70.8
BANCO POPULAR ESPANOL	ES0313790000	3.000	2/23/2012	1.50	AA+e / Aaa / AAA	77	
CAJA MADRID	ES0314950454	3.125	2/20/2012	2.00	AA+e / Aaa / AAA	78	72.1
ERSTE GROUP BANK AG	XS0413876532	3.375	2/19/2014	1.00	AAAe / Aaae / AAAe	65	76.3
NIBC BANK NV	XS0413550343	3.125	2/17/2012	1.50	AAAe / Aaa / AAAe	65	58.3
DEXIA CREDIT LOCAL	XS0412982604	3.125	10/28/2011	3.00	AA+ / Aa1 / AA+	85	59.5
IRISH LIFE & PERMANENT	XS0413250035	3.750	9/28/2010	1.00	AAAe / Aaa / --	175	138.7
LEASEPLAN CORPORATION NV	XS0412950072	3.125	2/10/2012	1.25	AAA / Aaa / AAA		63.6
ROYAL BK OF SCOTLAND PLC	XS0412732678	3.750	11/14/2011	1.85	AAAe / Aaae / AAAe	35	16.9
SFEF	FR0010721159	2.250	2/10/2011	6.00	AAA / Aaae / AAA	9	-4.1
OESTERREICH VOLKSBANKEN	XS0412533399	3.000	2/9/2012	1.00	AAA / Aaa / AAA	50	53.5
NORDEA BANK DANMARK A/S	XS0412327818	2.375	9/6/2010	1.50	AAA / Aaa / AAA	38	14.2
RAIFF ZENTRALBK OEST AG	XS0412067489	3.625	2/5/2014	1.50	AAA / Aaa / --	68	72.7
CAJA AHORROS BARCELONA	ES0314970098	3.375	2/3/2012	2.00	AA+ / Aaa / AAA	80	69.2
SWEDBANK AB	XS0411331803	3.125	2/2/2012	1.25	AAA / Aaa / AAA	50	31.7

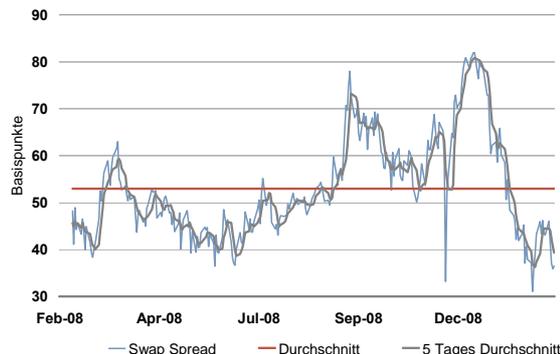
Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen

## Swapsreadkurven

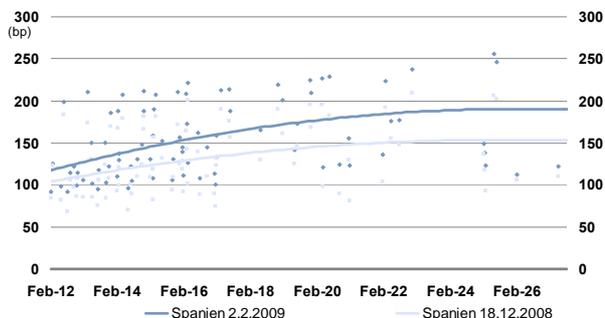
### Swapsreadkurve der EUR-Covered Bonds



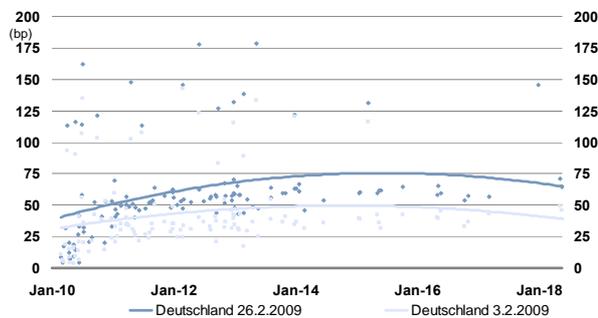
### 10 Jahre Bund Swap Spreads



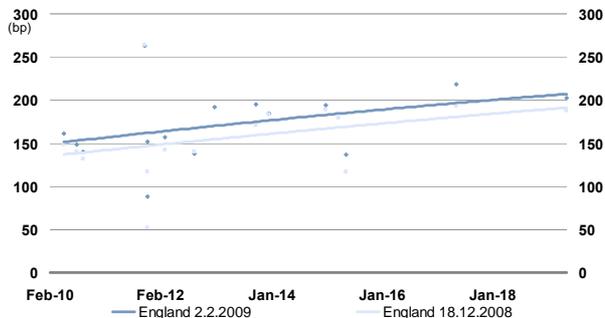
### Spanische Cédulas - Swapsreadstruktur



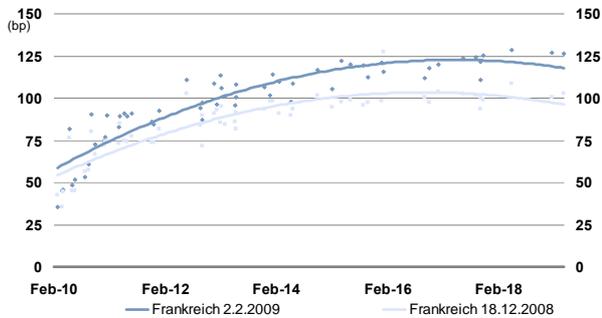
### Deutsche Pfandbriefe - Swapsreadstruktur



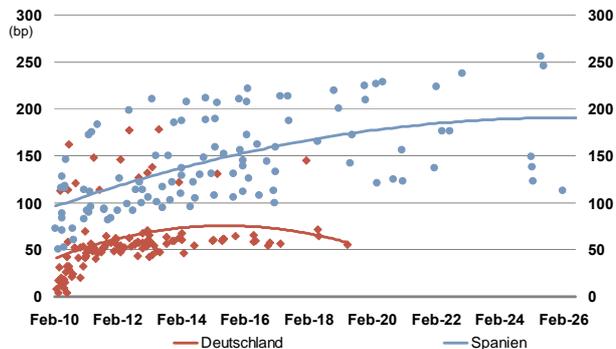
### UK Covered Bonds - Swapsreadstruktur



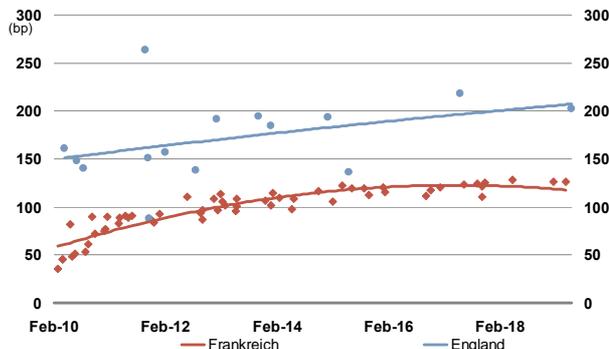
### Französische Obl. Foncières - Swapsreadstruktur



### Vergleich CB Swapsreadstruktur Deutschland - Spanien



### Vergleich CB Swapsreadstruktur Frankreich - Großbritannien



Quelle: Bloomberg; HSH Nordbank Economics & Research

Bitte beachten Sie: Den Disclaimer finden Sie auf Seite IX dieser Publikation.

## Performance Überblick

### Performance Überblick Covered EUR-Bonds - 1 bis 3 Jahre

TOP 5 - 1 Monat			
Ticker	Kupon	Fälligkeit	Δ Spread
BNPPCB	4%	03/22/2010	-9.79
BBVASM	5.75%	09/27/2010	-9.12
JPM	3.875%	09/27/2011	-9.10
CDEE	5.25%	09/17/2010	-5.33
DNBNOR	4.375%	11/15/2010	-5.12

TOP 5 - 3 Monate			
Ticker	Kupon	Fälligkeit	Δ Spread
HBOS	3.875%	11/05/2010	4.07
BBVASM	5.75%	09/27/2010	9.95
CDEE	5.25%	09/17/2010	10.40
EURHYP	5.5%	12/08/2010	11.89
SANTAN	2.5%	01/28/2011	14.26

TOP 5 - 6 Monate			
Ticker	Kupon	Fälligkeit	Δ Spread
JPM	3.875%	09/27/2011	14.57
BNPPCB	4%	03/22/2010	38.90
SEBAG	4%	09/17/2010	39.77
CXGD	3.875%	12/12/2011	41.49
NDB	5.75%	12/06/2010	42.85

WORST 5 - 1 Monat			
Ticker	Kupon	Fälligkeit	Δ Spread
ACHMEA	4.375%	11/01/2010	52.87
HYPORE	3.75%	05/12/2011	49.05
DEPFA	3.25%	02/15/2012	44.24
HSBC	3.875%	11/09/2011	35.76
SANTAN	4.75%	05/23/2011	35.23

WORST 5 - 3 Monate			
Ticker	Kupon	Fälligkeit	Δ Spread
DEPFA	3.25%	02/15/2012	204.36
BRADBI	4.625%	06/28/2010	115.11
ACHMEA	4.375%	11/01/2010	79.90
YBS	4.25%	05/04/2010	77.27
JPM	3.875%	09/27/2011	76.23

WORST 5 - 6 Monate			
Ticker	Kupon	Fälligkeit	Δ Spread
DEPFA	3.25%	02/15/2012	447.73
ACHMEA	4.375%	11/01/2010	164.22
HYPORE	3.75%	05/12/2011	141.30
DEPFA	5.25%	07/15/2011	137.22
HYPORE	5.75%	10/19/2010	131.12

### Performance Überblick Covered EUR-Bonds - 3 bis 5 Jahre

TOP 5 - 1 Monat			
Ticker	Kupon	Fälligkeit	Δ Spread
DEPFA	4.5%	01/15/2014	-3.51
HYPORE	3.25%	03/16/2012	-1.05
CMCICB	4.75%	07/17/2012	1.54
BNPPCB	4.125%	01/15/2014	6.09
SHBASS	3.75%	12/12/2013	6.11

TOP 5 - 3 Monate			
Ticker	Kupon	Fälligkeit	Δ Spread
DEPFA	4.5%	01/15/2014	6.33
DEPFA	5.5%	01/15/2013	20.08
EURHYP	4.25%	11/20/2012	22.29
SANTAN	4.25%	05/06/2013	23.50
CMCICB	4.75%	07/17/2012	23.50

TOP 5 - 6 Monate			
Ticker	Kupon	Fälligkeit	Δ Spread
DHY	4.25%	02/11/2013	41.26
DUSHYP	4.5%	01/04/2013	42.27
NDB	4.625%	06/10/2013	44.12
SEBAG	4.25%	05/07/2013	44.24
NDB	4.25%	03/15/2012	46.56

WORST 5 - 1 Monat			
Ticker	Kupon	Fälligkeit	Δ Spread
BAC	4.125%	04/05/2012	62.06
DEPFA	4%	03/15/2013	49.53
ACHMEA	4.25%	02/26/2014	47.16
HYPORE	3.75%	05/31/2013	42.95
AIB	3.75%	04/30/2013	38.28

WORST 5 - 3 Monate			
Ticker	Kupon	Fälligkeit	Δ Spread
BAC	4.125%	04/05/2012	133.74
AIB	3.75%	04/30/2013	90.37
HYPORE	3.75%	05/31/2013	74.83
CAJAMM	4.25%	02/21/2014	71.42
ACHMEA	4.25%	02/26/2014	70.63

WORST 5 - 6 Monate			
Ticker	Kupon	Fälligkeit	Δ Spread
BAC	4.125%	04/05/2012	171.66
HYPORE	3.75%	05/31/2013	164.71
AIB	3.75%	04/30/2013	137.48
DEPFA	4%	03/15/2013	137.42
DEPFA	5.5%	01/15/2013	137.29

### Performance Überblick Covered EUR-Bonds - 5 bis 7 Jahre

TOP 5 - 1 Monat			
Ticker	Kupon	Fälligkeit	Δ Spread
JPM	4.375%	05/19/2014	-24.96
BNPPCB	4.5%	05/30/2014	7.37
SANTAN	3.125%	09/28/2015	8.69
BANSAB	3.5%	01/19/2016	8.85
HBOS	4.75%	01/26/2015	9.59

TOP 5 - 3 Monate			
Ticker	Kupon	Fälligkeit	Δ Spread
JPM	4.375%	05/19/2014	-13.07
HYPORE	3.75%	04/01/2015	24.58
HVB	4.5%	07/07/2014	33.07
BANSAB	3.5%	01/19/2016	33.67
EURHYP	3.25%	10/26/2015	35.35

TOP 5 - 6 Monate			
Ticker	Kupon	Fälligkeit	Δ Spread
JPM	4.375%	05/19/2014	-50.44
WLBANK	4%	03/14/2014	48.37
HVB	4.5%	07/07/2014	52.70
CFF	6.125%	02/23/2015	54.77
DPB	4.5%	05/27/2015	55.32

WORST 5 - 1 Monat			
Ticker	Kupon	Fälligkeit	Δ Spread
BKIR	3.25%	06/22/2015	59.94
PASTOR	3.75%	03/04/2015	40.54
CEDTDA	4.375%	03/03/2016	40.27
DEXMA	4.5%	04/27/2015	39.12
CFF	6.125%	02/23/2015	34.37

WORST 5 - 3 Monate			
Ticker	Kupon	Fälligkeit	Δ Spread
BKIR	3.25%	06/22/2015	156.13
CAJAMM	5%	10/30/2014	74.34
CAJAMM	3.5%	12/14/2015	70.63
CEDTDA	4.375%	03/03/2016	70.11
IMCEDI	3.5%	12/02/2015	67.94

WORST 5 - 6 Monate			
Ticker	Kupon	Fälligkeit	Δ Spread
BKIR	3.25%	06/22/2015	207.30
CEDTDA	4.375%	03/03/2016	148.48
IMCEDI	3.5%	12/02/2015	133.70
HYPORE	3.75%	04/01/2015	124.15
AYTCED	4%	11/18/2014	123.30

### Performance Überblick Covered EUR-Bonds - 7 bis 10 Jahre

TOP 5 - 1 Monat			
Ticker	Kupon	Fälligkeit	Δ Spread
CIFEUR	4%	10/25/2016	13.90
WESTLB	4.125%	06/08/2016	14.94
AAB	4.25%	03/01/2017	15.00
CAIXAB	4.25%	01/26/2017	16.67
RY	4.625%	01/22/2018	18.55

TOP 5 - 3 Monate			
Ticker	Kupon	Fälligkeit	Δ Spread
DEXGRP	4.75%	05/23/2018	37.34
EURHYP	4.75%	06/04/2018	38.05
EURHYP	3.875%	11/21/2016	40.50
BBVASM	4.25%	01/18/2017	42.28
DHY	4.25%	05/18/2016	42.91

TOP 5 - 6 Monate			
Ticker	Kupon	Fälligkeit	Δ Spread
DGHYP	4%	10/31/2016	53.58
BHH	4.125%	03/28/2017	54.57
WESTLB	4.125%	06/08/2016	55.62
EURHYP	4.75%	06/04/2018	56.55
EURHYP	3.875%	11/21/2016	58.21

WORST 5 - 1 Monat			
Ticker	Kupon	Fälligkeit	Δ Spread
AIB	4.875%	06/29/2017	65.77
BCPPL	4.75%	06/22/2017	60.93
SANTCF	3.875%	03/23/2016	37.58
CXGD	3.875%	12/06/2016	37.56
CAJAMM	4.25%	05/25/2018	35.06

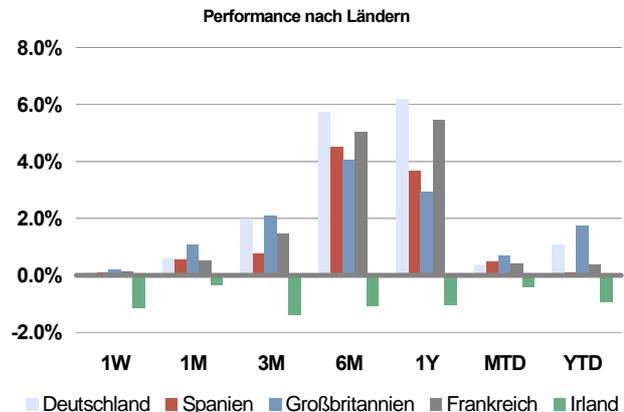
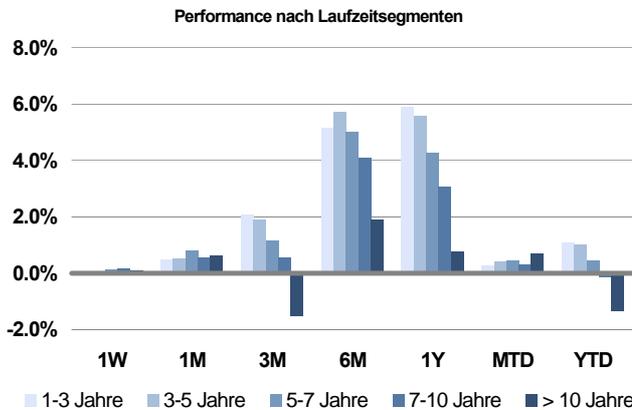
WORST 5 - 3 Monate			
Ticker	Kupon	Fälligkeit	Δ Spread
AIB	4.875%	06/29/2017	115.44
CXGD	3.875%	12/06/2016	107.06
BCPPL	4.75%	06/22/2017	100.73
CAIXAC	4.875%	06/29/2017	97.10
CAJAMM	4.25%	05/25/2018	80.07

WORST 5 - 6 Monate			
Ticker	Kupon	Fälligkeit	Δ Spread
AIB	4.875%	06/29/2017	175.51
CXGD	3.875%	12/06/2016	133.41
BAC	4.25%	04/05/2017	131.00
AYTCED	4.75%	12/04/2018	129.36
CEDTDA	3.5%	06/20/2017	127.88

Quelle: Bloomberg; HSH Nordbank Economics & Research

Bitte beachten Sie: Den Disclaimer finden Sie auf Seite IX dieser Publikation.

## Performance nach Laufzeiten und Ländern



Quelle: Reuters Pfandbriefindex

## Z-Score Ranking

### Ranking der Covered Bonds nach Z-Score - Laufzeitbereich 3 bis 5 Jahre

Cheapest 5 Bonds					
Ticker	Kupon	Fälligkeit	ISIN	Spread	Z-Score
HYPORE	5.75	10/19/2010	DE0003438032	121.15	4.5
OKB	4.125	2/21/2012	XS0287975246	72.71	3.4
DEPFA	5.25	6/15/2010	DE000A0S8X55	115.88	3.2
OBND	3.875	10/17/2011	XS0392808415	56.99	3.0
SANTAN	2.5	1/28/2011	ES0413900095	82.88	2.9

Most Expensive 5 Bonds					
Ticker	Kupon	Fälligkeit	ISIN	Spread	Z-Score
DANBNK	4.375	4/14/2010	XS0357775559	34.85	-1.6
FRDET	3.75	4/25/2010	FR0000474413	-31.52	-1.5
CADES	3.125	7/12/2010	FR0010173773	-23.11	-1.4
HBOS	3.875	11/5/2010	XS0396983586	-0.81	-1.4
SFEFR	3	12/10/2010	FR0010696195	-18.29	-1.2

### Ranking der Covered Bonds nach Z-Score - Laufzeitbereich 5 bis 7 Jahre

Cheapest 5 Bonds					
Ticker	Kupon	Fälligkeit	ISIN	Spread	Z-Score
ASFING	4.125	3/14/2014	XS0399249431	55.81	2.1
CAJAMM	5	10/30/2014	ES0414950594	148.25	2.0
BNPPCB	4.5	5/30/2014	FR0010479717	97.59	1.9
BERGER	4.25	9/15/2014	DE000A0BNQX7	43.74	1.8
IMCEDI	4	11/19/2014	ES0347852008	187.89	1.7

Most Expensive 5 Bonds					
Ticker	Kupon	Fälligkeit	ISIN	Spread	Z-Score
JPM	4.375	5/19/2014	XS0301056999	337.90	-1.0
BADWUR	3.5	1/14/2015	DE0001040384	29.89	0.7
NIESA	3.625	1/20/2015	DE0001590636	32.01	0.8
LANDER	4.25	5/2/2014	DE0001240299	34.33	0.8
HESSEN	4	4/7/2014	DE0001381804	35.65	0.9

### Ranking der Covered Bonds nach Z-Score - Laufzeitbereich 7 bis 10 Jahre

Cheapest 5 Bonds					
Ticker	Kupon	Fälligkeit	ISIN	Spread	Z-Score
NIESA	4.25	2/22/2017	DE0001590651	5.70	2.9
INTNED	5.25	6/5/2018	XS0368232327	83.21	2.8
NRWBK	4.5	5/29/2017	DE000NWB0386	21.53	2.4
BERGER	4.125	5/24/2016	DE000A0H5VC8	9.28	2.3
CEDTDA	4.375	3/3/2016	ES0317043000	160.95	2.2

Most Expensive 5 Bonds					
Ticker	Kupon	Fälligkeit	ISIN	Spread	Z-Score
CADES	3.625	4/25/2016	FR0010301747	4.32	-1.9
DEXGRP	4.75	5/23/2018	DE000DXA1LK0	33.63	-0.9
AIB	4.875	6/29/2017	XS0308936037	106.59	-0.8
CADES	4.125	4/25/2017	FR0010456434	8.28	-0.7
KFW	4.375	7/4/2018	DE000A0SLD89	10.92	-0.5

### Ranking der Covered Bonds nach Z-Score - Laufzeitbereich größer als 10 Jahre

Cheapest 5 Bonds					
Ticker	Kupon	Fälligkeit	ISIN	Spread	Z-Score
AYTCED	4	3/31/2020	ES0312358015	196.62	3.4
CFF	4.375	4/25/2019	FR0010464321	79.60	1.9
SANTAN	3.875	2/6/2026	ES0413900129	78.68	1.8
AYTCED	4.75	5/25/2027	ES0312298120	216.34	1.7
CAIXAB	4.625	6/4/2019	ES0414970402	93.44	1.7

Most Expensive 5 Bonds					
Ticker	Kupon	Fälligkeit	ISIN	Spread	Z-Score
HBOS	4.875	6/4/2019	XS0193640629	151.90	-2.7
KFW	3.5	7/4/2021	DE0002760980	11.73	-1.3
DEPFA	4.875	5/21/2019	DE000A0BCLA9	169.95	-0.7
CADES	4.375	10/25/2021	FR0010347989	12.91	-0.6
CADES	3.75	10/25/2020	FR0010198036	12.80	-0.5

Quelle: Bloomberg; HSH Nordbank Economics & Research

**Erklärung:** Z-Scores vergleichen den aktuellen Spread der Anleihe zu Mid-Swap mit der entsprechenden 30-Tage-Historie. Der Wert entspricht der Abweichung des aktuellen Spreads vom historischen Mittelwert, gemessen in Standardabweichungen.

## Überblick Rating

Moody's nahm im Hinblick auf die anstehende Verstaatlichung der HRE die Pfandbriefe der HRE und ihrer Tochter Depfa von der negativen Watchliste. Fitch verbesserte das Kurzfristrating der Aareal Hyp, die nun auch Unterstützung vom SoFFin erhält, um einen Notch und setzte die Ratings der lang- und der kurzfristigen Verbindlichkeiten sowie der öffentlichen Pfandbriefe der Düsseldorfer Hyp, die im April 2008 vom Einlagensicherungsfonds übernommen worden war und die nun auch Hilfe vom SoFFin benötigt, auf die negative Watchliste. Im Hinblick auf die Verschlechterung ihrer Aktivaqualität wurden bei der Postbank sowie der HSH Nordbank Herabstufungen vorgenommen. Ebenfalls aus diesem Grund wurden die Einstufungen der Danske Bank, ihrer finnischen Tochter Sampo Bank sowie der schwedischen SEB herabgesetzt. Moody's senkte das BFS Rating der österreichischen Kommunalkredit wegen Verlusten bei der Tochter des Instituts auf Zypern. Auch die HBOS wurde von Moody's wegen höherer Risiken und der Eingliederung in Lloyds herabgestuft. Belastungen aus dem Immobiliengeschäft führten zu Herabstufungen bei der Bank of Ireland.

Emittent	Hypotheken Covered Bonds			Öffentliche Covered Bonds			Erstranging unbesicherte Verbindl.*			Kurzfr. Verbindlichkeiten*			Fin. Strgth* Moody's
	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P	Fitch	
Aareal Hyp			AAA			AAA			A-	STB		F1	
APO Bank		AAA					A2	STB	A+	STB		A+	STB
Corealcredit Bank	WR		AA	WR		AAA	WR	STB	NR	STB		WR	NR
HVB	Aa1		AAA	Aaa	AAA	AAA	A1	STB	A+	NEG		A	NEG
Berlin-Hannover Hyp	Aa1		AA+	Aaa		AAA			A+	STB		F1	
DEPFA Deutsche Pfandbriefbank	Aaa			Aaa	AAA	AAA/*-	A3	NEG	BBB	DEVE		A-	STB
Dexia Kommunalbank													
DG Hyp		AAA	AAA		AAA	AAA			A	NEG		A+	STB
Deutsche Hypo	Aaa			Aaa	AAA		Aa3	STB					
Deutsche Kreditbank													
Deutsche Postbank	Aaa	AAA	AAA				Aa2	STB	A-	POS		A-	STB
Duesseldorfer Hyp					AAA/*	AAA/*-						A-	STB
Eurohypo	Aaa	AAA	AAA	Aaa	AAA	AAA	A1	STB	A	NEG		A	STB
Hyp Essen	Aaa		NR	Aaa	AAA	AAA	A1	STB	NR			WR	NR
Hypo Real Estate	Aa3	AAA/*-	AA+/*-	Aaa	AAA/*-	AAA/*-	A3	NEG	BBB	DEVE		A-	
Hypo Real Estate International	Aa3	AAA/*-		Aaa	AAA/*-		A3	NEG	NR			P-1	NR
Muenchener Hyp	Aaa			Aaa			Aa3	STB				A+	STB
SEB AG	Aaa			Aaa			A1	NEG				A+	POS
Westdeutsche IB		AAA							A-	*-			

### Landesbanken / Öffentliche Institute

Bayerische Landesbank	Aaa		AAA	Aaa	AAA	AAA	Aa2	*-	A	NEG		A+	STB	P-1	A-1	F1+	C-	*-
Bremer Landesbank	Aaa			Aaa			Aa2	STB				A	STB	P-1		F1		C
HSH Nordbank	Aaa			Aaa			A1	NEG	A	*-		A	STB	P-1	A-1	F1	D	*-
LB Baden-Württemberg	Aaa			Aaa	AAA	AAA	Aa1	STB	A+	NEG		A+	STB	P-1	A-1	F1+		C
LB Berlin AG				WR		AAA	A1	STB				AA-	STB	P-1		F1+		D+
HeLaBa			AAA	WR		AAA	Aa2	STB	A	STB		A+	STB	P-1	A-1	F1+		C-
LB Rheinland-Pfalz	Aaa		AAA	Aaa	AAA	AAA	Aa1	STB				A+	STB	P-1		F1		WR
LB Sachsen Girozentrale					AAA	NR	Aa1	STB	A+	NEG		NR		P-1	A-1	NR		WR
Landesbank Saar							Aa2	*-				A+	STB	P-1		F1+		D+
Nord LB	Aaa		AAA	Aaa		AAA	Aa2	STB	A	NEG		A	STB	P-1	A-1	F1		C-
NRW.BANK						AAA	Aa1	STB	AA-	STB		AAA	STB	P-1		F1+		C-
WestLB				WR		AAA	A2	NEG	A-	*-		A-	STB	P-1	A-2	F1		E+

### Spanien: Cédulas Hipotecarias und Cédulas Territoriales und Gemeinschaftscédulas

	Hypotheken Covered Bonds			Öffentliche Covered Bonds			Erstranging unbesicherte Verbindl.*			Kurzfr. Verbindlichkeiten*			Fin. Strgth* Moody's				
	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P	Fitch					
BBVA	Aaa			Aaa			Aa1	STB	AA	STB	AA-	POS	P-1	A-1+	F1+		B
Banco de Credito Local				Aaa			Aa1	STB	AA	STB	AA-	POS	P-1	A-1+	F1+		B
Banco Espanol de Credito	Aaa		AAA				Aa2	STB	AA	STB	AA	*-	P-1	A-1+	F1+		B-
Banco Pastor	Aaa						A2	NEG	NR				P-1	NR			C
Banco Popular	Aaa	AAA	AAA				Aa2	NEG	AA-	NEG	AA	STB	P-1	A-1+	F1+		B
Banco Sabadell	Aaa						Aa3	STB	A+	NEG	A+	STB	P-1	A-1	F1		B-
Bankinter	Aaa		AAA				Aa3	STB	A	STB	A+	STB	P-1	A-1			B-
Caja de Ahorro del Mediterraneo	Aaa						A2	NEG			A-	STB	P-1	NR	F2		C
Bancaja	Aaa						A2	STB			A-	STB		NR	F2		C
Caja Madrid	Aaa	AAA					Aa3	STB	A+	NEG	AA-	NEG	P-1	A-1	F1+		C+
Caixa Catalunya	Aaa		AAA				A2	NEG			A	NEG	P-1		F1		C
Caixa Galicia	Aaa			Aaa			A2	STB			A	NEG	P-1		F1		C
La Caixa	Aaa	AAA					Aa1	STB	AA-	NEG	AA-	STB	P-1	A-1+	F1+		B
Banco Santander	Aaa		AAA	Aaa		AAA	Aa1	STB	AA	STB	AA	*-	P-1	A-1+	F1+		B

### Gemeinschaftscédulas

AyT Cédulas	Hypotheken Covered Bonds			Öffentliche Covered Bonds			Gewichtetes Emittentenrating der jeweiligen Emissionen (Auswahl)						
	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P	Fitch	Okt 2008	Dez 2008	Mrz 2011	Apr 2011	Jun 2011	Jun 2012	Mrz 2013
	Aaa	AAA	AAA	Aaa	AAA	AAA	A-	A-	A	BBB+	A-	A-	A-
	Am 12. Januar setzte Moody's eine im Rahmen des AyT Programms emittierte Serie auf "review for possible downgrade".						Okt 2013	Dez 13/18	Apr 2014	Nov 14/19	Mrz 15/20	Jun 15/25	Mrz 16/Dez 22
							A-	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	A-	BBB+
							Mrz 2017	Jun 2018	Mrz 2021	Okt 2023	Mai 2027		
							AA-	A	BBB+	BBB+	A		
IM Cédulas	Aaa		AAA				Feb 2014	Jun 2014	Nov 2014	Mrz 2015	Dez 2015	Jun 2016	Jun 2020
							A-	A-	A	A-	A	A-	A-
							Mrz 2021						
							A-						
TDA Cédulas	Aaa	AAA	AAA				Jun 2009	Jun 2010	Nov 2013	Mrz 2016	Apr 2016	Jun 2017	Okt 2018
	Am 12. Januar setzte Moody's zwei im Rahmen des TDA Programms emittierte Serien auf "review for possible downgrade".						A-	A-	A	A	A	A	A
							Nov 2019	Apr 2021	May 2025	Mrz 2027	Apr 2031		
							A-	A	A	A+	A+		

Anmerkung 1: Von den Gemeinschaftscédulas gibt es verschiedene Serien. Nicht jede Serie ist von allen drei Ratingagenturen geratet.

Anmerkung 2: Die gewichteten Emittentenratings basieren auf den Ratings der drei großen Ratingagenturen. Falls eine der beteiligten Banken von keiner dieser Gesellschaften geratet wird, wird der niedrigste Investmentgrade als Rating angenommen.

Anmerkung 3: Die Ratingeinstufung des Schiffspfandbriefs der HSH Nordbank von Moody's ist Aaa.

Quelle: Bloomberg, Rating-Agenturen, HSH Nordbank Economics & Research

Bitte beachten Sie: Den Disclaimer finden Sie auf Seite IX dieser Publikation.

Frankreich: Obligations Foncières und Strukturierte Covered Bonds																	
Emittent	Hypotheken Covered Bonds			Öffentliche Covered Bonds			Erstrangung unbesicherte Verbindl.*			Kurzfr. Verbindlichkeiten*			Fin. Strgth* Moody's				
	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P	Fitch					
BNP Paribas CB	Aaa	AAA	AAA				Aa1	NEG	AA	NEG	AA	*- NEG	P-1	A-1+	F1+	B	
Group Banque Populaire	Aaa	AAA															
CIF Euromortgage	Aaa		AAA	Aaa		AAA									F1		
Crédit Agricole	Aaa	AAA	AAA				Aa1	NEG	AA-	STB	AA-	STB	P-1	A-1+	F1+	B-	
Credit Industriel et Comercial	Aaa	AAA	AAA				Aa3	STB	A+	STB	AA-	STB	P-1	A-1	F1+	C-	
Compagnie de Financ. Foncier	Aaa	AAA	AAA	Aaa	AAA	AAA											
Credit Foncier de France		AAA	AAA				Aa3	STB	A	STB	A+	*-	P-1	A-1	F1	D+	
Dexia Municipal Agency				Aaa	AAA	AAA	Aaa										
Société Générale	Aaa	AAA	AAA				Aaa	STB	AA-		AA-	NEG	P-1	A-1+	F1+	B-	
Großbritannien: Covered Bonds																	
Emittent	Hypotheken Covered Bonds			Öffentliche Covered Bonds			Erstrangung unbesicherte Verbindl.*			Kurzfr. Verbindlichkeiten*			Fin. Strgth* Moody's				
	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P	Fitch					
Abbey National TS	Aaa	AAA	AAA				Aa3	STB	AA	STB	AA-	STB	P-1	A-1+	F1+	C+	
Alliance & Leicester	Aaa	AAA	AAA				Aa3	STB	AA	STB	AA-	STB	P-1	A-1+	F1+	C+	
Bradford & Bingley	A1 /+*	AAA	AAA				Baa3	*+			A-	STB	P-3	*+	A-1	F1+	WR
HBOS TS	Aaa	AAA	AAA				A1	STB	A+	NEG	AA-	STB	P-1	A-1	F1+		
HSBC	Aaa	AAA	AAA				Aa1	STB	AA	NEG	AA	NEG	P-1	A-1+	F1+	B	
Nationwide	Aaa	AAA	AAA				Aa2	NEG	A+	STB	AA	STB	P-1	A-1	F1+	B	
Northern Rock	Aaa /+*	AAA	AAA				A2	DEVE	A	STB	A-	*+		A-1	F1+	E+	
Yorkshire BS	Aaa	AAA	AAA				A2	STB	A	NEG	A+	NEG	P-1	A-1	F1	C	
Weitere Covered Bond Länder																	
Emittent	Hypotheken Covered Bonds			Öffentliche Covered Bonds			Erstrangung unbesicherte Verbindl.*			Kurzfr. Verbindlichkeiten*			Fin. Strgth* Moody's				
	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P	Fitch					
Irland: ACS Covered Bonds																	
AIB Mortgage Bank	Aaa	AAA	AAA				Aa3	NEG	A	STB	A	STB	P-1	A-1	F1+	C	
Anglo Irish Bank	Aaa	AAA	AAA				A2	NEG	A-	*-	A-	STB	P-1	A-1	*-	F1+	E+
Bank of Ireland Mortgage Bank	Aaa	AAA					Aa3	NEG	A	STB	A	STB	P-1	A-1	F1+	C	
Depfa ACS Bank				Aa2 /+*	AAA /+*	AAA	A3	NEG	BBB		A-	STB	P-1	A-2	F1	E+	
West LB CB Bank				Aaa	AAA		A2	NEG	A-	*-			P-1	A-2		E+	
Schweden: Säkerställda Obligationer																	
Nordea Hypothek	Aaa	AAA					Aa3	STB					P-1	A-1+			
SBAB-SBCB	Aaa	AAA					A1	NEG	A+	NEG			P-1	A-1			
Stadshypotek	Aaa						Aa1	STB	AA-	STB	AA-	STB	P-1	A-1+	F1+		
SEB	Aaa						Aa2	NEG	A	STB	A+	STB	P-1	A-1	F1	B-	
Swedbank	Aaae	AAA					A1	NEG	A	NEG	A+	NEG	P-1	A-1	F1	C-	
Norwegen: Obligasjoner Med Fortrinnsrett																	
DnB NOR	Aaa	AAA	AAA				Aa1	NEG	AA-	NEG	A+	STB	P-1	A-1+	F1	B-	
Sparebanken 1	Aaa		AAA														
Terra Boligkreditt	Aaa																
Dänemark: Særligt Dækkede Obligationer																	
Danske	Aaa	AAA	AAA				Aa3	STB	A+	NEG	A+	STB		A-1	F1+	C	
Italien: CDP Covered Bonds																	
Banca Popolare di Milano							A1	STB	A-	STB	A	STB	P-1	A-2	F1	C	
Cassa Depositi e Prestiti				Aaa	AAA	AAA	Aa2	STB	A+	STB	AA-	STB	P-1	A-1+	F1+		
Niederlande: Strukturierte Covered Bonds																	
ABN Amro	Aaa	AAA	AAA				Aa2	*-	A+	DEVE	AA-	STB	P-1	A-1	F1+	B- *	
Achema Hypotheekbank	Aaa /+*	AAA							A-	STB				A-2			
ING	Aaa	AAA	AAA				Aa3	STB	AA	NEG	AA-	NEG		A-1+		C+	
Österreich: Fundierte Schuldverschreibungen																	
BAWAG P.S.K.				Aaa			Baa1	STB					P-2			D	
Kommunalkredit Austria				Aaa /+*			Aa3	*-			A+	*+	P-1	*-	F1	*+	D *
Finnland: Covered Bonds																	
Aktia	Aaa																
OP Bank	Aaa	AAA					Aa1	STB	AA-	STB	AA-	STB		A-1+	F1+	C+	
Sampo	Aaa						A1	STB	A+	NEG				A-1		C	
Luxemburg: Pfandbriefe																	
Erste Europ. Pfandbriefbank					AAA												
Eurohypo Luxemburg				AAA	AAA	AAA			A	NEG	A	STB		A-1	F1		
USA: Strukturierte Covered Bonds																	
Washington Mutual CBP	Aaa	AAA /+*	AA+				WR		NR		NR		WR	NR	NR		
Bank of America	Aaa	AAA	AAA				A1	NEG	A+	NEG	A+		P-1	A-1	F1+		
Kanada: Strukturierte Covered Bonds																	
Bank of Montreal	Aaa	AAAE	AAA				Aa1	STB	A+	STB	AA-	STB	P-1	A-1	F1+	B	
CIBC	Aaa	AAA	AAA				Aa2	NEG	A+	NEG	AA-	*-	P-1	A-1	F1+	B-	
Royal Bank of Canada	Aaa	AAAE	AAA				Aaa	NEG	AA-	STB	AA	STB	P-1	A-1+	F1+	B+	
Portugal: Obrigações Hipotecárias / públicas																	
Banco BPI	Aaa	AAA	AAA				A1	STB	A	NEG	A+	STB	P-1	A-1	F1	C	
Banco Espírito Santo	Aaa	AAA	AAA				Aa3	STB	A	NEG	A+	STB	P-1	A-1	F1	C+	
Caixa Geral de Depósitos	Aaa	AAA	AAA				Aa1	STB	A+	STB	AA-	STB	P-1	A-1	F1+	C	
Millennium BCP	Aaa	AAA	AAA				Aa3	STB	A	NEG	A+	STB	P-1	A-1	F1	C+	
Santander Totta	Aaa	AAA	AAA				Aa3	STB	AA-	STB	AA	*-	P-1	A-1+	F1+	C+	
Ungarn: Covered Bonds																	
OTP Mortgage Bank	Aa1						A3		BBB	NEG			P-1	A-3		C+ *	
Griechenland: Covered Bonds																	
Alpha Covered Bonds	Aaae	AAA	AAA				A2	NEG	BBB+	STB	A-	STB	P-1	A-2	F2	C-	
Marfin Egnatia Bank	Aaa		AAA				Baa1	STB	BBB	NEG	BBB+	STB	P-2	A-3	F2	D+	

Anmerkung 1: rote Unterlegung = Ratingverschlechterung, grüne Unterlegung = Ratingverbesserung

Anmerkung 2: \*\* = Überprüfung auf mögl. Herabstufung, \*\*+ = Überprüfung auf mögl. Heraufstufung

\* Das Rating bezieht sich grundsätzlich auf den Emittenten. Liegt für den Emittenten kein Rating vor, wird ggf. das Rating der Sponsor Bank herangezogen.

Quelle: Bloomberg, Rating-Agenturen, HSH Nordbank Economics & Research

## Covered Bond Emittenten nach Ländern

### Deutschland

Emittent	Ticker	Volumen	Anteil
Aareal Hyp	AARB	2.000	0.82%
AHBR	AHBR	7.349	3.03%
Berlin-Hannover Hyp	BHH	12.375	5.09%
Bayerische Landesbank	BYLAN	13.650	5.62%
Deutsche Kreditbank	DKRED	1.000	0.41%
DEPFA Deutsche Pfandbriefbk.	DEPFA	16.500	6.79%
Dexia Kommunalbank	DEXGRP	5.125	2.11%
DG Hyp	DGHYP	14.875	6.12%
Deutsche Hyp	DHY	5.875	2.42%
Deutsche Postbank	DPB	3.500	1.44%
Duesseldorfer Hyp	DUSHYP	3.250	1.34%
Eurohypo	EURHYP	35.750	14.72%
HeLaBa	HESLAN	1.500	0.62%
HSB Nordbank	HSHN	2.000	0.82%
HVB	HVB	16.500	6.79%
Hyp Essen	HYPESP	25.950	10.68%
Hypo Real Estate Int.	HYPIINT	8.000	3.29%
Hypo Real Estate	HYPORP	9.675	3.98%
LB Berlin AG	LBBR	1.000	0.41%
LB Baden-Wuerttemberg	LBBW	19.875	8.18%
LB Sachsen Girozentrale	LBSACH	1.250	0.51%
LB Rheinland-Pfalz	LRP	4.200	1.73%
Muenchener Hyp	MUNHYP	8.750	3.60%
Nord LB	NDB	4.200	1.73%
NRW.BANK	NRWBK	1.000	0.41%
Rentenbank	RENTEN	1.000	0.41%
SEB	SEBAG	6.250	2.57%
Westdeutsche IB	WESTIB	1.250	0.51%
WL-Bank	WLBANK	5.375	2.21%
WestLB	WESTLB	3.900	1.61%

### Spanien

Emittent	Ticker	Volumen	Anteil
AyT Cedula	AYTCED	46.048	18.71%
Banco de Credito Local	BANCLC	3.500	1.42%
Banco Espanol de Credito	BANEST	15.000	6.10%
Banco Sabadell	BANSAB	8.700	3.54%
BBVA	BBVASM	37.500	15.24%
Bankinter	BKTSM	1.650	0.67%
Banco Popular	BPESP	4.500	1.83%
Caixa Galicia	CAGALI	1.500	0.61%
La Caixa	CAIXAB	26.250	10.67%
Caixa Catalunya	CAIXAC	5.000	2.03%
Caja de Ahorros del Mediterraneo	CAJAME	1.000	0.41%
Caja Madrid	CAJAMM	23.930	9.72%
BANCAJA	CAVALE	1.000	0.41%
Cedulas Grupo Banco Popular	CEDGBP	5.000	2.03%
Cedulas TDA	CEDTDA	22.265	9.05%
IM Cedula	IMCEDI	13.340	5.42%
Banco Pastor	PASTOR	3.000	1.22%
Banco Santander	SANTAN	24.500	9.96%
Santander Consumer Finance	SANTCF	1.200	0.49%
PITCH1	PITCH	1.200	0.49%

### Frankreich

Emittent	Ticker	Volumen	Anteil
Credit Agricole Covered Bonds	ACACB	1.250	1.15%
BNP Paribas CB	BNPPCB	14.000	12.91%
Banques Populaires	BPCOV	2.000	1.84%
Groupe Caisse d'Epargne	CDEE	1.000	0.92%
Cie de Financement Foncier	CFF	39.870	36.75%
CIF Euromortgage	CIFEUR	15.250	14.06%
Dexia Municipal Agency	DEXMA	29.260	26.97%
CM-CIC Covered Bonds	CMCICB	6.000	5.53%
Société Générale	SOCGEN	1.100	1.01%

### England

Emittent	Ticker	Volumen	Anteil
HSBC	HSBC	1.500	2.26%
HBOS TS	HBOS	25.250	37.97%
Abbey National TS	ABBEY	3.500	5.26%
Bradford & Bingley	BRADBI	7.500	11.28%
Nationwide	NWIDE	13.000	19.55%
Northern Rock	NRBS	12.750	19.17%
Yorkshire BS	YBS	3.000	4.51%

### Irland

Emittent	Ticker	Volumen	Anteil
DEPFA Deutsche Pfandbriefbk.	DEPFA	15.500	48.93%
WestLB	WESTLB	1.500	4.74%
Bank of Ireland Mortgage Bank	BKIR	6.000	18.94%
AIB Mortgage Bank	AIB	7.175	22.65%
Anglo Irish Bank	ANGIRI	1.500	4.74%

### Schweden

Emittent	Ticker	Volumen	Anteil
Nordea Hypothek	NBHSS	5.250	27.93%
SBAB/SBCB	SCBCC	4.500	24.20%
SEB	SEB	3.500	18.62%
Swedbank Hypotek	SPNTAB	2.000	10.64%
Stadshypotek	SVSKHB	3.500	18.62%

### Niederlande

Emittent	Ticker	Volumen	Anteil
ABN Amro	AAB	7.000	49.04%
Achmea Hypotheekbank	ACHMEA	4.000	28.02%
ING	INTNED	3.275	22.94%

### USA

Emittent	Ticker	Volumen	Anteil
Washington Mutual CBP	WM	5.500	47.83%
BA Covered Bond Issuer	BAC	6.000	52.17%

### Portugal

Emittent	Ticker	Volumen	Anteil
Caixa Geral de Depositos	CXGD	4.150	34.16%
Banco Comercial Portugues	BCPPL	3.500	28.81%
Banco Espirito Santo	BESNN	2.500	20.58%
Banco BPI	BPIPL	1.000	8.23%
Banco Santander Totta	SANTAN	1.000	8.23%

### Österreich

Emittent	Ticker	Volumen	Anteil
BAWAG P.S.K.	BAWAG	2.000	25.00%
Kommunalkredit Austria	KA	6.000	75.00%

### Italien

Emittent	Ticker	Volumen	Anteil
Cassa Depositi e Prestiti	CDEP	8.000	88.89%
Banca Popolare di Milano	MILANO	1.000	11.11%

### Norwegen

Emittent	Ticker	Volumen	Anteil
DrNB NOR	DNBNOR	7.000	66.67%
Sparebanken 1 Boligkredit	SPABOL	3.500	33.33%

### Kanada

Emittent	Ticker	Volumen	Anteil
Bank of Montreal	BMO	1.000	16.00%
Canadian Imperial Bank	CM	3.250	52.00%
Royal Bank of Canada	RY	2.000	32.00%

### Finnland

Emittent	Ticker	Volumen	Anteil
Sampo Bank	DANBNK	2.000	50.00%
OP Mortgage Bank	OPMBK	2.000	50.00%

### Luxemburg

Emittent	Ticker	Volumen	Anteil
Eurohypo	EURHYP	1.250	100.00%

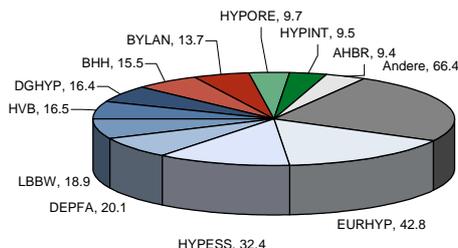
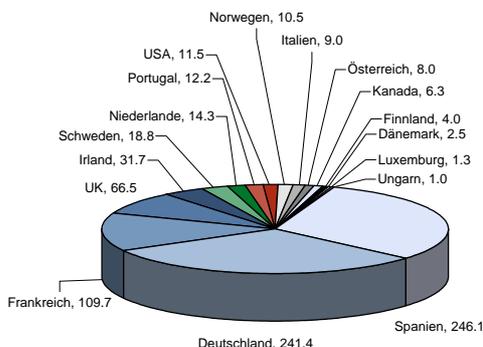
### Ungarn

Emittent	Ticker	Volumen	Anteil
OTP Mortgage Bank	OTP	1.000	100.00%

### Dänemark

Emittent	Ticker	Volumen	Anteil
Danske Bank	DANBNK	2.500	100.00%

## Ausstehendes Volumen von EUR Covered Bonds nach Ländern und deutschen Pfandbriefen nach Emittenten in Mrd. EUR



Quelle: HSH Economics & Research, Bloomberg

Bitte beachten Sie: Den Disclaimer finden Sie auf Seite IX dieser Publikation.

**Disclaimer:**

Die in dieser Analyse veröffentlichten Aussagen und Angaben basieren auf Informationen, die die HSH Nordbank AG aus allgemein zugänglichen, von uns nicht überprüfbaren Quellen, die wir für verlässlich erachten, bezogen hat. Die einzelnen Informationen aus diesen Quellen konnten nur auf Plausibilität überprüft werden, eine Kontrolle der sachlichen Richtigkeit fand nicht statt. Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernehmen wir keine Gewähr für Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der bereitgestellten Informationen.

Die Aussagen enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben, sondern lediglich unverbindliche Auffassungen über Märkte und Produkte zum Zeitpunkt der Herausgabe. Sie stellen insbesondere kein Angebot zum Kauf oder Verkauf im rechtlichen Sinn dar. Ihre Lektüre kann daher eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Dafür und für Rückfragen stehen Ihnen unsere Mitarbeiter gerne zur Verfügung. Die HSH Nordbank AG behält sich das Recht vor, Änderungen der Empfehlungen jederzeit vorzunehmen. Ein Anrecht auf eine Aktualisierung der Analysen besteht nicht. Die HSH Nordbank AG kann nicht für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Veröffentlichung oder deren Inhalte entstanden sind oder die in einer anderen Weise im Zusammenhang mit diesen Dokumenten stehen.

Die HSH Nordbank AG hat in Umsetzung der gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen institutsinterne Informationsschranken, die den Zugang der Analysten zu Insiderinformationen verhindern.

Die HSH Nordbank als für die Erstellung und Weitergabe dieser Analyse verantwortliches Kreditinstitut unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60349 Frankfurt am Main.

**Adresse**

HSH Nordbank AG  
Gerhart-Hauptmann-Platz 50  
20095 Hamburg

HSH Nordbank AG  
Martensdamm 6  
24103 Kiel

[www.hsh-nordbank.com](http://www.hsh-nordbank.com)

**Ansprechpartner****Fixed Income Research**

Helge Bouchain  
Telefon: +49-40-33 33-111 49

Volker Brokelmann, CFA, CEFA  
Telefon: +49-40-33 33-122 49

Kathrin Clasen  
Telefon: +49-40-33 33-145 98

Dirk Gojny, CFA, CEFA  
Telefon: +49-40-33 33-118 56

Dr. Thomas Koch, CEFA  
Telefon: +49-40-33 33-146 46

Dr. Cyrus de la Rubia  
Telefon: +49-40-33 33-152 60

Sintje Diek  
Telefon: +49-40-33 33-12820

**Origination**

Frank Otten  
Telefon: +49-431-900-114 88

Volker Blume  
Telefon: +49-431-900-256 20

Dr. Peter-Henrik Blum-Barth  
Telefon: + 49-431-900-10 508

Thomas Bömelburg  
Telefon: +49-431-900-125 64

Sven Döbeling  
Telefon: : +49-431-900-256 21

Maximilian Moser  
Telefon: +49-431-900-256 25

Frank Schwitalla  
Telefon: + 49-431-900-256 28

Michael Weber  
Telefon: + 49-431-900-116 40

**Origination Copenhagen Branch**

Jens Leyde  
Telefon: +45-3344-9954

**Syndicate**

Frank Teuber  
Telefon: +49-431-900-256 22

Bernd Bauermeister  
Telefon: +49-431-900-251 60

Henrik Schweetje  
Telefon: +49-431-900-251 63

Klaus-Timm Voß  
Telefon: +49-431-900-256 24

**Global Market Sales Institutionals****Sparkassen & Regionalbanken**

Matthias Kowallik  
Telefon: +49-431-900-251 68

Sebastian Evers  
Telefon: +49-431-900-251 39

Jörg Fangmeier  
Telefon: +49-431-900-251 42

Ingo Kiesler  
Telefon: +49-431-900-255 08

Hermann Knaack  
Telefon: +49-431-900-251 40

Sebastian Lang  
Telefon: +49-431-900-255 17

Jörg Lenné  
Telefon: +49-431-900-251 47

André Tittel  
Telefon: +49-431-900-251 43

Frank Volkmann  
Telefon: +49-431-900-256 15

Steffen Wildner  
Telefon: +49-431-900-251 38

**Banks**

Frank Jesse  
Telefon: +49-431-900-251 31

André Eisenblätter  
Telefon: +49-431-900-251 37

Mathias Fahr  
Telefon: +49-431-900-251 35

**Insurers & KAGs**

Kolja Sahn  
Telefon: +49-431-900-251 98

Rene Klasen  
Telefon: +49-431-900-254 66

Holger Pudimat  
Telefon: +49-431-900-254 61

Andreas Schlüter  
Telefon: +49-431-900-254 68

Dirk Scholden  
Telefon: +49-431-900-254 67

**Corporates/Leasing**

Kristin Ehrhorn  
Telefon: +49-431-900-251 52

**Real Estate**

Stephan Konowalczyk  
Telefon: +49-431-900-251 53

**Shipping/Transport**

Stefan Masannek  
Telefon: +49-431-900-255 50

**Sales London Branch**

Christopher Tessler  
Telefon: +44 20 7903 7720

Dick Durrant  
Telefon: +44 207 903 7784

Marko Heimken  
Telefon: +44 207 382 5001

**Sales Copenhagen Branch**

Jakob Nielsen  
Telefon: +45 3344 9638

Thomas Lester  
Telefon: +45 3344 9636