Helaba

Covered Bond Spezial
5. Januar 2023

Singapurische Covered Bonds: Top Bonität made in Asia

Christian Schmidt
Covered Bond & SSA
Analyst
T 069/91 32-23 88

Das derzeitige Marktumfeld ist von einer großen Unsicherheit geprägt. Energiepreisschocks, hohe Inflationsraten, steigende Zinsen, ein herausfordernder Konjunkturausblick, weiterhin unterbrochene Lieferketten sowie die Verwerfungen im Zuge des Ukrainekriegs sorgen für eine hohe Markt-Volatilität und fördern gleichzeitig die Suche nach sicheren Anlagen. Dass die krisenfesten **Covered Bonds bei Investoren** daher **hoch im Kurs** stehen, überrascht daher nicht.

Nachdem das Primärmarktvolumen der beliebten Papiere in Europa zuletzt deutlich in die Höhe schoss, könnten sich die derzeitigen Turbulenzen als Segen für Emissionen aus dem APAC-Raum erweisen. **Covered Bonds aus Singapur** zählen zwar aufgrund des relativ kleinen Markts zu den Außenseitern, **trumpfen jedoch mit Höchstnoten** bei den Papieren selbst, beim Länderrating und mit hohen Ratings der emittierenden Banken (**siehe Anhang**). In den kommenden Jahren ist angesichts der verhältnismäßig kurzen, gewichten Laufzeiten von durchschnittlich 1,9 Jahren und entsprechenden Fälligkeiten bei den singapurischen Covered Bonds mit stetigen Neuemissionen zu rechnen. Allein in den Jahren bis 2025 werden auf EUR denominierte Benchmark Covered Bonds mit einem Volumen in Höhe von 5,5 Mrd. EUR fällig.

Mit diesem Covered Bond Spezial geben wir einen kurzen Überblick des singapurischen Markts für gedeckte Schuldverschreibungen.

Wesentliche Merkmale:

Singapur	AAA (stabil)/Aaa (stabil)/AAA (stabil)
Wohnimmobilienkredite (Mrd. EUR)	109
Covered Bond-Art	Mortgage Covered Bonds
Wohnwirtschaftliche Deckungsmasse	100%
Emittenten	DBS Bank Ltd. Oversea Chinese Banking Corporation (OCBC) United Overseas Bank (UOB)
Maximale Beleihungsquoten (Wohn- und Geschäftsgebäude)	80%
Gesetzliche Mindestüberdeckung	3%
Ersatzdeckung	15%
Bewertungsmethode	Marktwert
EZB-/LCR-fähig	Nein (nicht G10) /Ja
Sicherheitenarten gem. Art. 129 CRR	Ja, mit 20 % Risikogewicht
Emissionsmethode Hart/Softbullet/CPT	Nein/Ja/Nein

Quellen: Fitch, Moody's, S&P, ECBC, Emittentenwebsites, Helaba Research & Advisory

Bei den **drei Emittenten** aus Singapur – **DBS Bank Ltd, Oversea-Chinese Banking Corporation (OCBC) sowie United Overseas Bank (UOB)** – handelt es sich um Universalbanken mit einer Covered Bond-Lizenz. Hervorzuheben ist, dass alle singapurischen Covered Bonds mit der Bestnote ‚AAA' der Ratingagenturen versehen wurden. Die Ratings der Mutterbanken liegen alle im ‚A'-Bereich und unterstützten die Ratingstabilität der Anleihen.

MAS erhöht Obergrenze für Covered Bond-Emissionen – systemische Bedeutung des Marktes nimmt zu

Im Oktober 2020 erhöhte die MAS (Monetary Authority of Singapore) die Obergrenze für die Emission gedeckter Schuldverschreibungen von zuvor 4 % **auf 10 % der Gesamtaktiva der Banken**. Durch diesen Schritt können die Institute ihre Emissionstätigkeit ausweiten, einen größeren Markt ansprechen und in Folge ihre Refinanzierungskosten- und risiken insgesamt verringern. Zudem erhöht ein wachsender Markt die systemische Bedeutung von Covered Bonds. Das Interesse, das Vertrauen in die gedeckten Schuldverschreibungen aufrecht zu erhalten, nimmt ebenfalls zu. Unterstützende Maßnahmen durch den Markt und die Aufsichtsbehörden werden dadurch insgesamt wahrscheinlicher.

Kleiner Markt mit stetig steigenden Volumina und 8-jähriger Historie

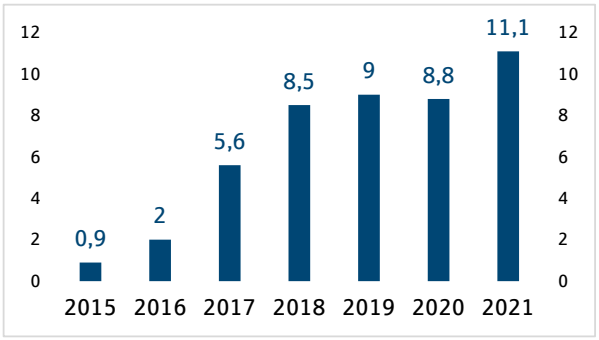
Seit dem Jahr 2015 wurden von Singapurs Emittenten Benchmark-Bonds mit einem kumulierten Volumen von umgerechnet **17,3** Mrd. EUR (Stand 02.12.2022) emittiert. Auf die **United Overseas Bank** (UOB) entfiel der größte Anteil.

Auch das ausstehende Volumen des singapurischen Mortgage Covered Bonds Markts weist ein stetiges Wachstum auf.

Die Hauptemissionswährung ist bei allen drei singapurischen Emittenten EUR. Der Covered Bond-EUR-Anteil in Q3 2022 stellt sich wie folgt dar: OCBC 85,7 %, UOB 78 % und DBS Bank 40,5 %. Letztgenannte ist auch im USD mit 26,6 % und GBP 23,8 % stärker aktiv. OCBC und UOB nutzen hingegen lediglich GBP (14,3 % bzw. 22 %) als weiteren Währungsraum. Covered Bonds mit Nachhaltigkeitsaspekten wurden bisher noch nicht emittiert.

Ausstehendes Volumen mit stetigem Wachstum

Ausstehendes Volumen in Mrd. EUR

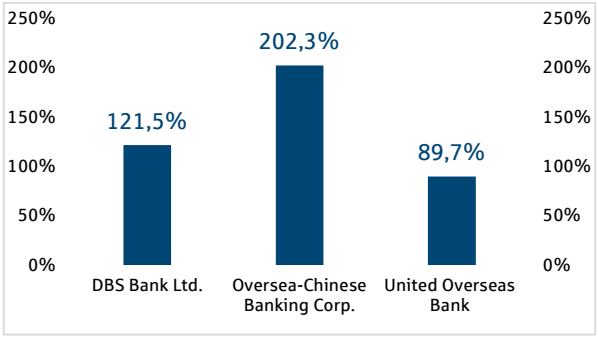


Quellen: ECBC, Helaba Research & Advisory

Hohe Überdeckungsquote und Ratingpuffer stützen stabile Ratingaussichten

Hohe Überdeckungsquoten bieten Sicherheit

Überdeckungen (Nominalwert) singapurischer Emittenten in %



Quellen: Emittenenwebsites, Helaba Research & Advisory, Stand Q3 2022

Mit Überdeckungsquoten von 89 % bis 202 % per Ende September 2022 werden von Singapurs Emittenten sowohl die gesetzliche Mindestanforderung von 3,0 % als auch die von Moody's berechneten ratingerhaltenden Überdeckungsquoten von 1 % (DBS) und 0 % (UOB und OCBC) deutlich übertroffen.

Neben den hohen Überdeckungsquoten stützt der Puffer zum Emittenten-Referenz-Rating die stabilen Ratingaussichten. Dieser beträgt bei Moody's 3 Ratingstufen für die DBS Bank und 5 Ratingstufen für die OCBC und die UOB. S&P setzt für den Ratingpuffer der UOB 3 Stufen an. Gemäß den Standards der Agenturen wirkt sich demzufolge eine Herabstufung von bis zu 3 bzw. 5 Ratingstufen der Emittenten nicht auf das Covered Bond Rating aus, solange sich das Risikoprofil des Deckungsstocks nicht verändert und eine ausreichende Überdeckung vorhanden ist.

Deutliche Inkongruenzen bei Laufzeiten und Zinsbindungen bestehen

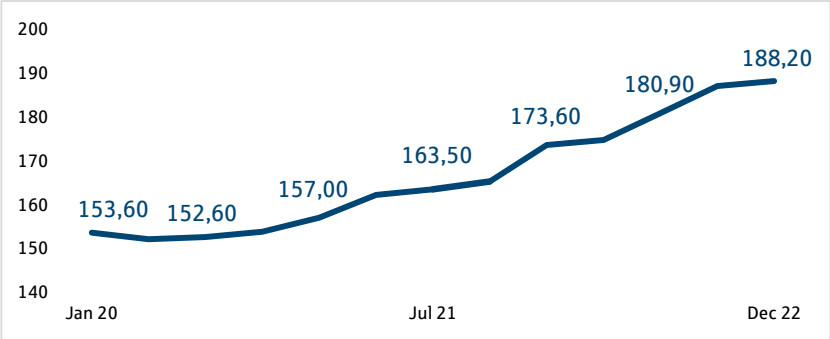
Bei den drei singapurischen Covered Bonds beträgt die durchschnittlich gewichtete Restlaufzeit der Deckungsmassen 19 bis 20 Jahre; die der Covered Bonds hingegen nur 1 bis 3 Jahre. Dadurch bestehen deutliche Inkongruenzen. Auch auf der Zinsseite fallen größere Ungleichheiten auf und bergen entsprechend Zinsänderungsrisiken, wenn auch je nach Anteil an festverzinslichen Papieren und festverzinslichen Deckungswerten in unterschiedlichem Ausmaß (s. Anhang).

Singapur zählt zu den teuersten Wohnungsmärkten der Welt

Der Immobilienmarkt von Singapur zählt zu den teuersten Wohnungsmärkten der Welt und gilt bei ausländischen Investoren als sicherer Hafen. Laut Prognosen wird der **Wert der Immobilien** in den kommenden Jahren **stetig wachsen**. Zurückblickend war dies auch inmitten der COVID 19-Pandemie im Jahr 2021 der Fall, als 28.734 Transaktionen für Wohnimmobilien abgewickelt wurden. Gegenüber 2020 entsprach dies einem Anstieg von 57 %. Von den Gesamttransaktionen entfielen 12.574 auf neu gebaute Immobilien, bei 15.677 handelte es sich um Wiederverkaufsimmobilien. Diese Tendenz wurde von der Suche nach größerem Wohnraum, verbunden mit der Aussicht auf dauerhafte Homeoffice-Tätigkeit, begünstigt. Die Preise für Eigenheime in Singapur stiegen in den **drei Monaten bis September 2022 um 3,8 Prozent** gegenüber dem Vorquartal – nach einem letzten Wachstum von 3,5 Prozent im vorherigen Zeitraum. Dies war das **zehnte Quartal in Folge, in dem es zu einem Preisanstieg** bei Eigenheimen kam.

Singapurs Hauspreisindex mit kontinuierlichem Wachstum

Indexpunkte



Quellen: Urban Redevelopment Authority, Helaba Research & Advisory

Die Aufwärtsdynamik könnte jedoch durch Sorgen über steigende Lebenshaltungskosten und höhere Zinssätze gefährdet sein. In der Zwischenzeit hat die Regierung die **Kreditvergabegrenzen** für Wohnungsbaudarlehen **verschärft**, um eine „umsichtige Kreditaufnahme“ zu gewährleisten und zukünftige Schwierigkeiten zu vermeiden.

Die **Preise für Wohnimmobilien** dürften aufgrund des geringen Immobilienangebots in Singapur voraussichtlich in den kommenden 12 Monaten **etwas zulegen**, selbst wenn die Zinssätze steigen. Insgesamt unterstreicht das anhaltende Wachstum des privaten Immobilienmarktes in Singapur in den letzten eineinhalb Jahren das Vertrauen in den Immobilienmarkt.

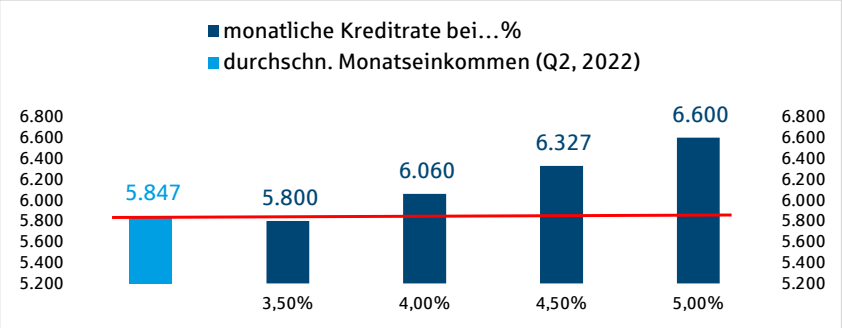
Private Haushalte – Hypothekenzinsen steigen und die Kreditaufnahme verlangsamt sich

Wir gehen davon aus, dass die **Hypothekenzinssätze** Singapurs in Anlehnung an die globalen Zinsbenchmarks bis Mitte des nächsten Jahres steigen, da die Notenbanken rund um den Globus im Rahmen der Inflationsbekämpfung weiter an der Zinsschraube drehen. Da es sich bei etwa der Hälfte der Hypotheken in den singapurischen Deckungspools um variabel verzinsliche Darlehen handelt, werden diese entsprechend betroffen sein. Allerdings dürften die **Spargewohnheiten** der Asiaten für eine gewisse Erleichterung sorgen. In Teilen der Region übersteigt die Summe der Ersparnisse die Schulden der Haushalte. Jedoch wird die Verteilung der Barmittel zwischen Haushalten mit unterschiedlichem Grad der Verschuldung zukünftig noch stärker variieren. Kreditrisiken erhöhen sich insbesondere für die schwächeren Bevölkerungsgruppen (mit geringerem Einkommen oder mit geringerer Liquidität).

Indikatoren für private Haushalte zeigen eine **langsamere Kreditaufnahme**. Angesichts eines schwächeren und zunehmend unsicheren wirtschaftlichen Umfelds verhalten sich die Haushalte vorsichtiger und schränken ihre diskretionären Ausgaben ein. Tendenziell wird sich die **Erschwinglichkeit von Wohnraum** u.E. in den nächsten 12 Monate weiter verschlechtern, da die allmählichen Einkommenszuwächse der Haushalte nicht ausreichen werden, um Zinserhöhungen und Immobilienpreissteigerungen auszugleichen. Im August benötigten private Erstkäufer von Eigenheimen in Singapur 19,4 % des durchschnittlichen monatlichen Haushaltseinkommens, um die Hypothekenzahlungen für neue Kredite zu leisten, gegenüber 17,3 % im Dezember 2021.

Höhe der montalichen Kreditrate bei unterschiedlichen Zinssätzen

Tsd. S$ je 1 Mio. S$ Hypothekenkredit



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Positive Signale kommen hingegen vom Arbeitsmarkt durch Schaffung von Arbeitsplätzen in den Sektoren wie Luftfahrt und Tourismus. Diese dürften zu einer leichten Einkommensverbesserung der privaten Haushalte beitragen.

Covered Bond Framework: Singapurs Covered Bonds auf einem guten Weg zur EU-Gleichwertigkeit

Die Basis für das Covered Bond Framework Singapurs stellt die **MAS Notice 648** und insbesondere **das Chapter 19 des Banking Act** dar. Covered Bonds in Singapur beruhen jedoch weitgehend auf **vertraglichen Vereinbarungen** und unterliegen dem Vertragsrecht des Common Law, das für alle Elemente der Schuldverschreibungsstruktur gilt. Zusammen mit den umgesetzten spezifischen Vorschriften für Covered Bonds wird ein Rahmen geschaffen, der mit anderen europäischen Rechtsordnungen vergleichbar ist. So **ähnelt das Rechtssystem Singapurs dem des Vereinigten Königreichs** insofern, als die Struktur der gedeckten Schuldverschreibungen grundsätzlich auf Gesetzen oder Rechtsakten beruht, die von der Legislative der Republik Singapur formell erlassen wurden. Die MAS-Leitlinien, die sich aus der **MAS-Mitteilung 648** und ihrer Änderung ergeben, schaffen Klarheit über die Merkmale einer gedeckten Schuldverschreibung aus Singapur.

Nach **Einschätzung der Ratingagentur Fitch** ist Singapurs Framework für gedeckte Anleihen auf dem richtigen **Weg, um die Gleichwertigkeit mit den Standards der Europäischen Union** zu erreichen, da sie mit den meisten Aspekten der „EU-Covered Bond-Richtlinie" übereinstimmen. Zudem betont die Agentur, dass die singapurischen Covered Bonds mit AAA bewertet und damit auf einem **gleichen oder höheren Niveau als EU-Covered Bonds** liegen. Auch die für Verbindlichkeiten eingesetzten Währungsswaps erfüllen die Anforderungen der EU-Richtlinie. **Einschränkend** wird seitens der Agentur angemerkt, dass die Liquiditätssicherung von Covered Bonds aus Singapur über eine mögliche Fälligkeitsverschiebung gewährleistet wird und nicht – wie von der CBD gefordert – über den 180-Tage-Liquiditätspuffer, was sich letztlich auf die Feststellung der Gleichwertigkeit durch die EU-Kommission auswirken könnte.

Im Hinblick auf die **LCR-Fähigkeit** besteht für singapurische Covered Bonds die Herausforderung, die Transparenzanforderung des **Art. 14 CBD** anzuwenden, obwohl sie nicht zum Anwendungskreis der EU-CBD gehören. Aus unserer Sicht erfüllen die Investorenberichte von DBS, UOB und OCBC bereits dieses Kriterium. Grundsätzlich wird in der LCR-Verordnung eine gemäß den CBD-Vorgaben **äquivalente Aufsicht** und die Anwendung **regulatorischen Bestimmungen des Art. 129 der Kapitaladäquanzrichtlinie CRR gefordert**. Laut der EBA wird es eine Fall-zu-Fall-Prüfung geben. **Aufsichtsrechtliche und regulatorische** Bestimmungen des Drittlandes müssen zumindest denen gleichwertig sein, die in der Europäischen Union angewandt werden (**LCR Art.11, 1d(ii)**). Solange eine „Gleichwertigkeitsbestätigung" aussteht, kann u.E. mit Verweis auf die MAS Notice 648 von der Erfüllung der Anforderungen für die LCR-Fähigkeit ausgegangen werden. Entsprechend werden singapurische Covered Bonds mit LCR 2a und einem Risikogewicht von 20 % klassifiziert.

Wichtige Kennzahlen*	DBS Bank	Overseas Banking Corp.	United Overseas Bank
Covered Bond Volumen (Mio.)	7.671,0	3.161,7	8.845,5
Deckungsvolumen (Mio.)	17.396,0	10.050,4	16.781,0
davon Derivate (%)	-	31,5	53,0
davon Ersatzdeckung (%)	1,5	0	1,2
Überdeckung (%)	121,50%	202,30%	89,70%
Festverzinsliche Covered Bonds (%)	67,1	85,1	74,8
Festverzinsliche Deckungswerte (%)	53,5	30,8	66
Durchschn. gew. Laufzeit CB (Jahre)	3,04	0,9	1,3
Durchschn. gew. Laufzeit Deckungsmasse (Jahre)	20	19,2	20,9
Wohnwirtschaftl. Deckungsmasse (%)	100	100	100
Gewerbl. Deckungsmasse (%)	0	0	0
Beleihungsauslauf nicht indexiert (wohnwirtschaftl.) (%)	53,3	54	56
Beleihungsauslauf indexiert (wohnwirtschaftl.) (%)	45,2	43,8	49,7
Kredite mit Kreditvergabe vor 5 Jahren u. länger	48,6	57,5	35,8
Rückständige Kredite (<90 Tage) (%)	0	0	0
Top 10 Kredite	0,2	0,7	0,6
Anzahl Kreditnehmer	-	-	-
Endfällige tilgungsfreie Kredite (%)	0	0	0
Kredite zur Finanzierung eines vermietenen Objekts (%)	27,7	24,6	19,8

Rating relevante Kennzahlen**

Covered Bond Ratings (Moody's/Fitch/S&P)	Aaa/AAA/-	Aaa/AAA/-	Aaa/-/AAA
Puffer Emittenten-Referenzrating	3/-/-	5/-/-	5/-/3
Kreditrisiko (Moody's: Collateral Score/S&P: WAFF&WALS)	5,0%/-	5,0%/-	5,0%/2,4%
Marktrisiko (Moody's: Market Risk)	20,6%	20,6%	20,6%
Ratingerhaltende Überdeckung (Moody`s/S&P)	1,0 %/-	0,0 %/-	0,0 %/9,1%

* Q3, 2022
** Q2, 2022

Quellen: Covered Bond Label, Emittentenwebsites, Moody’s, Fitch, S&P, Helaba Research & Advisory

Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:
https://news.helaba.de/research/

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Sabrina Miehs
Corporate Research & Advisory

Verantwortlich:
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin/
Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
T +49 69 / 91 32 - 01
Internet: www.helaba.com

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.