

Themendienst

1. Juli 2013

Steigen die Risikoprämien von Covered Bonds/Pfandbriefen weiter?

Von Uwe Pyde, Senior Analyst Covered Bonds und Portfoliomanager des Anleihemanagers BANTLEON

Der allgemeine Renditeanstieg der vergangenen Wochen hat auch zu einer Ausweitung der Risikoprämien bei Covered Bonds geführt. Ist dies der erneute Beginn versiegender Liquidität und stark steigender Risikoaufschläge in diesem Segment? Nein, meint Uwe Pyde, Senior Analyst Covered Bonds und Portfoliomanager des Anleihemanagers BANTLEON. Das anhaltende Niedrigzinsumfeld und die Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Eurozonen-Schuldenkrise dürften zu einer dauerhaften Nachfrage nach qualitativ hochwertigen Anleihen mit einer Mehrrendite gegenüber Staatsanleihen der Kernländer führen. Für besonders attraktiv hält Pyde Pfandbriefe nationaler Champions aus Italien und Spanien.

In den vergangenen Monaten ging ein Anstieg der Risikoprämien mit einem Rückgang in der Risikoneigung der Anleger einher. Auslöser dafür waren der Wahlausgang in Italien sowie die Diskussion über ein Rettungspaket beziehungsweise dessen Ausgestaltung für Zypern im März dieses Jahres. In beiden Fällen profitierten deutsche Bundesanleihen von der Marktunsicherheit und bildeten den Gegenpol zum Verkauf von Covered Bonds. Für die aktuelle Spreadausweitung gilt dieser Zusammenhang nicht, der maßgebliche Einfluss ist in einem marktbreiten Anziehen des Zinsniveaus begründet. 10-jährige deutsche Bundesanleihen sind in dieser Bewegung um 65 Basispunkte angestiegen und rentieren oberhalb von 1,8% p.a., ein mit öffentlichen Krediten besicherter Pfandbrief der Bayerischen Landesbank mit gleicher Laufzeit stieg um über 70 Basispunkte auf eine Rendite von etwa 2,2% p.a., was einem Aufschlag von 40 Basispunkten entspricht.

Damit haben deutsche Pfandbriefe die relativ stabilste Spreadentwicklung im Vergleich zu anderen Kernländer-Covered-Bond-Märkten gezeigt. Französische Covered Bonds weiteten ihren Zinsmehrtrag gegenüber deutschen Bundesanleihen um 20 Basispunkte auf 75 Basispunkte aus, niederländische Covered Bonds zeigten die gleiche Ausweitung und rentieren 72 Basispunkte oberhalb der deutschen (auf Basis von iBoxx-Daten). In beiden Ländern hat die stärkere Ausweitung auch fundamentale Gründe, weil sowohl in Frankreich als auch in den Niederlanden die Immobilienpreise mit einer Jahresrate von 1,4% beziehungsweise 7,0% (Stand 1. Quartal 2013) gefallen sind. Gedeckte Schuldverschreibungen aus den Peripherie-Ländern Spanien und Italien gerieten mit einem Anstieg der Risikoaufschläge um etwa 30 Basispunkte stärker unter Druck. Von einer Flucht aus diesen Segmenten kann jedoch keine Rede sein. Die unterstützende Geldpolitik der Europäischen Zentralbank und das Bekenntnis, alles Notwendige für den Zusammenhalt der Eurozone zu tun, haben das Vertrauen und die Zuversicht in die Südländer dauerhaft gestärkt und damit panikartige Verkäufe in dieser Marktphase verhindert.

Eine weitere Unterstützung stellt der von Verkäufen dominierte Primärmarkt dar. Die deutlich höheren Fälligkeiten gegenüber den Neuemissionen haben den EUR-Gesamtmarkt bislang um etwa 40 Milliarden Euro schrumpfen lassen. Der Nachfrageüberhang hat die Emittenten opportunistisch handeln gelassen mit der aus ihrer Sicht positiven Konsequenz, Neuemissionen ohne Aufschlag gegenüber dem Sekundärmarktniveau platzieren zu können. Das für Anbieter erschwerte Marktumfeld lässt sich an dem unterdurchschnittlichen Emissionsvolumen von etwa 5 Milliarden Euro in diesem Monat ablesen. Für deutsche Pfandbriefe und Covered Bonds aus AAA-Ländern ist der Primärmarkt jedoch ohne Einschränkungen geöffnet, wie die Aareal Bank, die Commerzbank und die Landesbank Hessen-Thüringen im Juni gezeigt haben – wenngleich alle das marktschonendere Format von Sub-Jumbos gewählt haben. Aus Investorensicht sollten die einsetzenden Verkäufe im Covered-Bond-Markt und der Anstieg der Risikoprämien dazu führen, dass künftig für Neuemissionen – zumindest für Namen aus der zweiten und dritten Reihe – eine Emissionsprämie verlangt werden kann. Die bevorstehende Sommerpause am Primärmarkt und das im zweiten Halbjahr zur Rückzahlung anstehende Volumen von

etwa 60 Milliarden Euro unterstreicht die in der ersten Jahreshälfte gesehene Entwicklung eines weiter schrumpfenden Marktsegments. Dieser Prozess ist grundsätzlich als spreadstabilisierend zu bewerten.

Ein weiteres Argument gegen nachhaltig steigende Risikoaufschläge im Covered-Bond-Bereich sind die – als Reaktion auf die Finanzkrise entstandenen – neuen Kapitalauflagen für den Bankensektor. Die Basler Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) hat mit Basel III neue Liquiditätsregelstandards erarbeitet, die über eine Neufassung der Capital Requirements Directive (CRD) Gültigkeit innerhalb der Europäischen Union erlangen. Nach jetzigem Diskussionsstand werden Covered Bonds mit einem Mindestrating von AA-/Aa3 den Staatsanleihen gleichgestellt und ohne Abschlag in die Berechnung des Liquiditätspuffers (Level-1-Assets) einbezogen. Hieraus entsteht eine für die nächsten Jahre dauerhafte und strukturelle Nachfrage der Bankbranche nach gedeckten Schuldverschreibungen hoher Qualität.

Fazit: Das anhaltende Niedrigzinsumfeld und die Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Eurozonen-Schuldenkrise dürften zu einer dauerhaften Nachfrage nach qualitativ hochwertigen Anleihen mit einer Mehrrendite gegenüber Staatsanleihen der Kernländer führen. Moderate Schwankungen in den Risikoaufschlägen sind deshalb eher Ausdruck der technischen Marktverfassung und der geringeren Zinsreagibilität von Covered Bonds gegenüber Staatsanleihen als einer veränderten Risikoneigung. Wer die zuletzt erhöhte Volatilität auch künftig aushalten kann und ein Renditeniveau deutlich oberhalb von Kernländer-Covered-Bonds sucht, der sollte seinen Fokus auf nationale Champions aus Italien und Spanien richten. Kurz vor der Umsetzung befindliche regulatorische Maßnahmen stärken die ohnehin hohe systemische Relevanz von Covered Bonds/Pfandbriefen.

Kontakt:

Dominik Runkel

Telefon +49.511.288 798-33

dominik.runkel@bantleon.com

Über BANTLEON:

Der Anleihemanager BANTLEON, im Dezember 1991 von Jörg Bantleon in Hannover gegründet, ist ein Spezialist für sicherheitsorientierte Kapitalanlagen. Dazu gehören Investment-Grade-Anleihenfonds, Absolute-Return-Fonds und vermögensverwaltende Fonds für institutionelle und private Anleger sowie Spezialfonds und Advisory-Mandate für institutionelle Anleger. Insgesamt verwaltet BANTLEON mit 30 Mitarbeitern mehr als 9 Milliarden Euro für Kunden in Deutschland, Österreich, Spanien, Italien, Belgien, Luxemburg und der Schweiz. Zu den über 150 institutionellen Kunden gehören Banken und Sparkassen, Hypothekenbanken und Bausparkassen, Erst- und Rückversicherungen, Altersversorgungswerke, Pensionskassen, DAX-Industrieunternehmen, Vermögensverwalter und Dachfondsmanager. Weitere Informationen erhalten Sie unter www.bantleon.com.

Rechtlicher Hinweis:

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.