

**Themendienst**

7. November 2014

**Sind Covered Bonds weiterhin eine attraktive Alternative zu Staatsanleihen?****Interview mit Uwe Pyde, Senior Analyst Covered Bonds und Portfoliomanager des Anleihemanagers BANTLEON**

Bei ihrem dritten Covered-Bond-Ankaufprogramm hat die EZB einen fulminanten Start hingelegt. Mit einem Kaufvolumen von 4,8 Mrd. EUR in den ersten zwei Wochen hat sie die Markterwartungen übertroffen und die Liquidität des Segmentes weiter belastet. Zudem hat die EU-Kommission neue Regeln zur Liquiditätsdeckungsquote (LCR) beschlossen. Welchen Einfluss hat das Kaufprogramm der EZB auf die ohnehin sehr tiefen Risikoprämien in dem Segment und wie sind die regulatorischen Entscheidungen der EU-Kommission in Bezug auf die Liquiditätsdeckungsquote zu beurteilen? »Höher rentierliche und von ihrem Risikoprofil ähnlich einzustufende Covered Bonds sind für Anleger nach wie vor eine attraktive Alternative zu Staatsanleihen«, erklärt Uwe Pyde, Senior Analyst Covered Bonds und Portfoliomanager des Anleihemanagers BANTLEON. »Dies gilt allerdings nicht mehr für alle Covered-Bond-Märkte. Es gibt mittlerweile mehrere Emittenten – vor allem in den Südländern der Eurozone –, die sich zu Zinssätzen deutlich unterhalb ihrer Staatsanleihenkurve refinanzieren.«

*Herr Pyde, sind Covered Bonds auf den aktuellen Bewertungsniveaus noch attraktiv?*

**Uwe Pyde:** Der gesamte Anleihenmarkt hat von der ultra-expansiven Geldpolitik der weltweit führenden Notenbanken profitiert und rentiert auf historischen Renditetiefständen. Zudem haben weitere Faktoren wie die geopolitischen Konflikte in der Ukraine und im Nahen Osten, die Ausbreitung von Ebola und die sich abschwächende Konjunktur in der Eurozone die Nachfrage nach sicheren Anleihensegmenten erhöht. Hiervon konnten Covered Bonds profitieren, deren Risikoprämien weiter sanken. Die anhaltende Verteuerung gedeckter Schuldverschreibungen hat in Teilbereichen des Segmentes dazu geführt, dass sich die Renditen von Covered Bonds unterhalb ihres Staatsanleihenmarktes befinden. Dies gilt für einzelne Emittenten ebenso wie für bestimmte Laufzeitbänder, im Extrem sogar für das gesamte Ländersegment. Auf der anderen Seite gibt es aber auch Covered Bonds mit attraktiver Bewertung und einer Mehrrendite gegenüber Staatsanleihen. Aus Gesamtmarktsicht positiv ist das jüngst gestartete Kaufprogramm der EZB zu sehen: Mit einem dauerhaft aktiven und risikoindifferents Käufer im Markt werden die erreichten Spreadniveaus gestützt und Anleger können den Carry im Zeitverlauf vereinnahmen. Zudem besitzt die regulatorische Bevorzugung auf mehreren Ebenen einen nachhaltigen Wert für Covered Bonds, der das Unterschreiten der Vorkrisen-Spreadniveaus rechtfertigt.

*Wie ist die aktuelle Liquiditätssituation bei Covered Bonds, nachdem die EZB als Käufer in den Markt getreten ist?*

**Pyde:** Die bereits seit längerer Zeit schwache Sekundärmarktliquidität von Covered Bonds hat vielfältige Ursachen. Emittenten aus der Peripherie arbeiten weiter an ihrer Entschuldung und Bilanzverkürzung. Die während der Finanzkrise verstaatlichten Banken befinden sich im Abwicklungsmodus und betreiben ebenfalls kein Neugeschäft. Das hat den Refinanzierungsbedarf insgesamt deutlich reduziert und bereits 2013 zu Rückflüssen aus Fälligkeiten geführt, die fast 50 Mrd. EUR über den Neuemissionen lagen. In diesem Jahr setzt sich die Entwicklung fort und das ausstehende EUR-Gesamtmarktvolumen ist bisher um über 30 Mrd. EUR geschrumpft. Dem knappen Angebot stehen Banken, Asset Manager, Versicherungen, Pensionskassen und Zentralbanken als wichtigste Käufergruppen gegenüber. Das hat zum einen die Handelsbestände der Broker verringert, zum anderen hat es zu einer Ausweitung der Geld-Brief-Spannen geführt. Selbst Neuemissionen im Benchmark-Format werden in einer Spanne zwischen 15 und 20 EUR-Cent offeriert. Mit einem Kaufvolumen von 4,8 Mrd. EUR in den ersten zwei Wochen hat die EZB einen fulminanten Start hingelegt und die Markterwartungen übertroffen. Auch wenn sie betont, marktschonend zu investieren, hat ihre Aktivität die Liquidität des Segmentes zusätzlich belastet. Ohnehin agieren viele Covered-Bond-Käufer mittlerweile aus

Ein Unternehmen des Anleihemanagers BANTLEON BANK AG

Mangel an Alternativen als Buy-and-hold-Investoren. Die endplatzierten Anleihen und die schwache Liquidität haben jedoch auch einen Vorteil: In Risk-Off-Marktphasen verhalten sich die Spreads von Covered Bonds relativ stabil und outperformen ihre jeweiligen Staatsanleihen.

*Welche Auswirkungen haben die jetzt von der EU-Kommission beschlossenen LCR-Regeln sowie die Ergebnisse der Bilanzprüfung für Emittenten und Investoren im Covered-Bond-Markt?*

**Pyde:** Was bereits Mitte des Jahres als Gerücht durchgesickert ist, hat sich nun bestätigt. Die EU-Kommission ist von der Empfehlung der Europäischen Bankenaufsicht abgewichen und hat Covered Bonds unter bestimmten Voraussetzungen als Level-1-Assets innerhalb der Liquiditätsdeckungsquote aufgenommen. Zusätzlich können sich auch Covered Bonds ohne Rating als Level-2-Assets qualifizieren. Damit hat die EU das Universum geeigneter LCR-Anleihen vergrößert und den Handlungsspielraum für die Treasury-Abteilungen der Banken erweitert. Sie können jetzt in höher rentierliche Nischenmärkte investieren sowie bis zu 70% des gesamten Liquiditätspuffers in mindestens AA-gerateten Anleihen halten. Für Emittenten von Covered Bonds ist die Entscheidung ebenfalls positiv, da sich hierdurch der Kreis potentieller Investoren erhöht. Dies gilt auch für Emittenten außerhalb der EU, sofern ihre Schuldverschreibungen nach nationalem Recht begeben wurden und sie einer öffentlichen Aufsicht zum Schutz der Gläubiger unterliegen. Die von der EZB durchgeführten Bilanzprüfungen und Stresstests unterstreichen die gute Verfassung des Covered-Bond-Marktes. Unter den durchgefallenen Banken befinden sich nur acht Kreditinstitute, die mit Emissionen im »iBoxx € Covered« vertreten sind. Lediglich drei davon haben jedoch aktuell noch eine zu schließende Kapitallücke. Den größten Kapitalbedarf hat die italienische Banca Monte dei Paschi di Siena mit 2,1 Mrd. EUR. Die gute Qualität des Deckungsstocks (Collateral Score von 7,5%) mit ausschließlich wohnwirtschaftlichen Darlehen und eine nominale Übersicherung von 58% verdeutlichen jedoch die hohen Sicherheitsreserven. Die fast unveränderte Risikoprämie im Handel zeigt, dass die Mehrheit der Marktteilnehmer die Sichtweise teilt.

*Wie wird sich das Segment weiter entwickeln?*

**Pyde:** Die positiven Einflussfaktoren sind bereits in den Risikoprämien enthalten. Dennoch befinden wir uns weiterhin in einem von den Notenbanken herbeigeführten Niedrigzinsumfeld. Die Bank of Japan hat dies gerade wieder eindrücklich bestätigt und auch die EZB hält mit dem wiederholten in Aussicht stellen eines marktbreiten Quantitative Easing (QE) die Zinsentwicklung in ihrem Währungsraum in Schach. Das Auslaufen des dritten QE der Fed unter Beibehaltung des Federal-Funds-Rate-Zielbandes von 0 bis 0,25% ist noch keine Abkehr von dieser Politik. Höher rentierliche und von ihrem Risikoprofil ähnlich einzustufende Covered Bonds sind deshalb für Anleger eine attraktive Alternative zu Staatsanleihen.

*Gilt das für alle Covered Bonds?*

**Pyde:** Nein, dies gilt nicht mehr für alle Covered-Bond-Märkte. Es gibt mittlerweile mehrere Emittenten – vor allem in den Südländern der Eurozone –, die sich zu Zinssätzen deutlich unterhalb ihrer Staatsanleihenkurve refinanzieren. In diesen Fällen wird die deutlich schwächere Liquidität von Covered Bonds gegenüber Staatsanleihen nicht mehr preislich berücksichtigt. Und auch die finanzielle Stärke des Heimatstaates als letzter potentieller Rettungsanker eines Emittenten im Insolvenzfall wird – bei ausschließlich renditeorientierter Betrachtungsweise – außer Kraft gesetzt. Unter diesen Gesichtspunkten bieten die aktuellen Risikoprämien in vielen Teilmärkten keinen weiteren Einengungsspielraum. Die fundamentalen Verbesserungen und die Stabilisierung beziehungsweise Erholung einzelner Immobilienmärkte sind in diesen Ländern ebenso eingepreist wie der anhaltende Nachfrageüberhang. Das Angebot an neuen Covered Bonds sollte im nächsten und übernächsten Jahr zu gering bleiben, um Fälligkeiten zwischen 140 und 150 Mrd. EUR aufzufangen und ein weiteres Schrumpfen des Gesamtmarktes zu verhindern. Das gestartete Kaufprogramm der EZB dürfte den Prozess nicht umkehren können, weil vor allem Banken aus der Peripherie die fast kostenlose Geldversorgung nicht zur Ausweitung ihrer Kreditvergabe nutzen, sondern zur Optimierung ihrer Kreditkosten.

**Kontakt:**

Dominik Runkel

Telefon +49.511.288 798-33

dominik.runkel@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.