

## Themendienst

27. März 2015

### QE der EZB – nicht nur Vorteile für Covered Bonds und Sub-Sovereigns

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

Mit dem im Januar verkündeten und im März gestarteten Staatsanleihenkaufprogramm hat die EZB Neuland betreten. Für das im vergangenen Jahr begonnene Covered-Bond-Kaufprogramm hingegen kann sie bereits auf eigene Erfahrungen aus den Programmen in 2009 und 2011 zurückgreifen. »Das extreme Niedrigzinsumfeld mit negativen Renditen und geringer Neuemissionsaktivität stellt aktuell jedoch herausfordernde Rahmenbedingungen dar«, erklärt Uwe Pyde, Senior Analyst Covered Bonds und Portfoliomanager des Anleihemanagers BANTLEON. »Dennoch sind Covered Bonds wegen der Renditeaufschläge gegenüber Staatsanleihen auch in diesem Jahr eine interessante Beimischung für sicherheitsbewusste Investoren.«

*Herr Pyde, was bedeutet das Quantitative Easing der EZB für Covered Bonds und Sub-Sovereigns?*

**Uwe Pyde:** Die Ankündigung des dritten Covered-Bond-Kaufprogramms Anfang September hat die Marktteilnehmer überrascht und zu einer deutlichen Einengung der Risikoprämien in dem Segment geführt. Insbesondere die Bekanntgabe der Qualifizierungskriterien für Covered Bonds hat einen Monat später die Spreads weiter sinken gelassen. Im Gegensatz zu den beiden ersten Kaufprogrammen aus 2009 und 2011 gibt es in Bezug auf Kaufvolumen und Dauer keine Restriktionen, auch die Restlaufzeit zu kaufender Anleihen unterliegt keinen Beschränkungen mehr. Der tatsächliche Kaufstart am 20. Oktober blieb hingegen ohne Einfluss auf die Risikoprämien. Die Bekanntgabe eines Staatsanleihen- und Sub-Sovereign-Kaufprogramms auf der EZB-Sitzung am 22. Januar dieses Jahres hat bereits bestehende Markterwartungen erfüllt und keinen direkten Einfluss gehabt. Sowohl für das Sub-Sovereign-Segment als auch für das Covered-Bond-Segment haben die Käufe der EZB jedoch eine spreadstabilisierende Wirkung, da ein dauerhaft aktiver und nicht zinssensitiver Teilnehmer für hohe Grundnachfrage sorgt.

*Wie haben sich Covered Bonds im laufenden Jahr entwickelt?*

**Pyde:** Seit Jahresanfang sind Covered Bonds der Eurozonen-Peripherie zum wiederholten Mal Performance-Spitzenreiter. Der Outperformancetrend schwächer gerateter Schuldverschreibungen mit höherer Risikoprämie gegenüber guten und sehr guten Bonitäten ist damit weiter intakt. Der *iBoxx* Spain Covered erzielte bis zum 20. März 2,84%, der *iBoxx* Italy Covered 2,07% und der *iBoxx* Portugal Covered folgt mit 1,42%. Innerhalb der Kernländer erreichte Frankreich auf *iBoxx*-Basis mit 1,40% das beste Ergebnis, gefolgt von den Niederlanden mit 1,00%. Deutsche Pfandbriefe erzielten 0,75%. Die deutlich höhere Laufzeit der im *iBoxx* Supranational enthaltenen Anleihen schlägt sich in der Performance von 3,54% nieder.

*Wie beurteilen Sie das technische Umfeld?*

**Pyde:** Viele günstige Rahmenbedingungen für gedeckte Anleihen aus dem vergangenen Jahr bestehen 2015 fort. Die Kapitalrückflüsse aus Fälligkeiten werden auch in diesem Jahr mit circa 140 Mrd. EUR das Angebot an neuen Covered Bonds übersteigen – trotz eines starken Jahresstarts mit etwa 31 Mrd. EUR Primärmarktvolumen bis Ende Februar. Wir erwarten für dieses Jahr ein Neuemissionsvolumen von 110 bis 120 Mrd. EUR, welches den Gesamtmarkt netto um weitere 20 bis 30 Mrd. EUR schrumpfen lässt. Dieser spreadstützende Effekt wird durch das Kaufprogramm verstärkt. Seit Start des Kaufprogramms bis Mitte März hat die EZB circa 57 Mrd. EUR an Covered Bonds gekauft, davon etwa 80% im Sekundärmarkt und 20% auf dem Primärmarkt. Das hat nicht nur die Liquidität und Handelbarkeit negativ beeinflusst, es hat ebenfalls mit dazu geführt, dass über 10% der im *iBoxx* € Covered Index enthaltenen Anleihen eine negative Rendite aufweist.

Ein Unternehmen des Anleihemanagers BANTLEON BANK AG

*Sind die nationalen Covered-Bond-Märkte gleichermaßen davon betroffen?*

**Pyde:** Das Teilssegment deutscher Pfandbriefe hat mit einer 40%igen Quote den höchsten Anteil negativ rentierender Anleihen. Auch bei der geografischen Aufteilung der diesjährigen Covered-Bond-Emissionen lag Deutschland Ende Februar mit 18% Volumenanteil vorne. Es folgten Frankreich mit 16%, Italien mit 13% und Kanada mit 12%. Die mit 45% eindeutig bevorzugte Laufzeit lag bei 7 Jahren. Aber auch Restlaufzeiten von 10 Jahren und länger lagen mit 25%igem Anteil im Fokus der Emittenten. Aus Sicht der Primärmarktakteure ist das sinnvoll, da kurz- und mittelfristige Refinanzierungen über die EZB für die meisten Banken preislich nicht zu schlagen sind.

*Welche Sektoren sind derzeit attraktiv?*

**Pyde:** Den Auswirkungen der Notenbankpolitik können sich auch Covered Bonds und Sub-Sovereigns nicht entziehen. Die Suche sicherheitsorientierter Investoren nach einem Renditeaufschlag gegenüber Staatsanleihen hat zu einer Angleichung der Risikoaufschläge beider Segmente geführt. Der Umstand, dass sowohl gedeckte Papiere als auch Quasi-Staatsanleihen und Supranationals Bestandteil des EZB-Kaufprogramms sind, hat diese Entwicklung unterstützt. Auf der anderen Seite belastet die EZB-Nachfrage die schwache Liquidität in diesen Segmenten zusätzlich. Covered Bonds müssen daher einen Renditeaufschlag bieten, um gegenüber Staatsanleihen attraktiv zu sein. Dies gilt für die meisten Emittenten aus Kernländern, nicht aber für die Eurozonen-Peripherie. In Spanien rentieren sogar Multi-Cédulas mittlerweile unter laufzeitgleichen Staatsanleihen. Für Investoren, die auch außerhalb des Währungsraums investieren dürfen, sind die jüngeren Covered-Bond-Märkte in Australien, Neuseeland und Kanada eine interessante Alternative. Sie verbinden ein »AAA« geratetes Anleihenuniversum mit einem deutlich höheren Zinsniveau. Die extrem expansive Geldpolitik der EZB und der schwache Euro sind ein weiterer Grund für Investitionen in diesen Währungen. Trotzdem bleibt das Umfeld für europäische Covered Bonds positiv.

*Was macht Sie so optimistisch?*

**Pyde:** Vor allem die regulatorische Bevorzugung – die EU-Kommission hat gedeckte Anleihen unter bestimmten Kriterien als Level-1-Asset innerhalb der Liquidity Coverage Ratio definiert – ist ein nachhaltiger Wert, der allgemein tiefere Risikoprämien rechtfertigt. Die immer weiter in negatives Terrain abdriftenden Staatsanleihenmärkte belasten jedoch zusehends das Covered-Bond-Segment. Viele Marktteilnehmer agieren deshalb mit einer Buy-and-hold-Strategie und sind selbst dann nicht bereit zu verkaufen, wenn Anleihen negative Renditevorzeichen besitzen. Neuemissionen verringern die Problematik ein wenig, indem sie Anlegern den Erwerb liquider Covered Bonds ermöglichen. Die in der Vergangenheit gezahlte Neuemissionsprämie verdampft zwar größtenteils während der Zeichnungsphase, aber dieser Effekt ist kein singuläres Phänomen des Covered-Bond-Marktes, sondern das Ergebnis von EZB-Politik und extremem Niedrigzinsumfeld.

**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 Outsourcing-Mandate für institutionelle Anleger. Insgesamt verwaltet BANTLEON mit 40 Mitarbeitern über 10 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](http://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.