

Neues vom Pfandbrief

Bund bleibt auf Anleihen sitzen

Inzwischen schlagen die Wellen auch in den vermeintlich „sicheren Häfen“ hart an. Als in der zweiten Novemberhälfte die Bundesrepublik Anleihen für sechs Milliarden Euro in den Markt geben wollte, wehte ihr ein rauer Wind entgegen. Von dem geplanten Volumen fanden sich lediglich für 3,889 Milliarden Euro Abnehmer. Das heißt, öffentliche Schuldverschreibungen für 2,111 Milliarden Euro wurden nicht abgerufen und bleiben vorerst in der Staatsschatulle.

Dass ein Daueremittent wie der Bund das Orderbuch nicht immer zur Gänze gefüllt bekommt, ist vielleicht noch nicht beunruhigend. Allerdings war die Lücke zwischen Soll und Ist diesmal deutlich größer als in den vorangegangenen Platzierungen. Besorgnis erregen darf zudem, dass der Bund in diesem Jahr bereits bei neun Emissionen sein Zielvolumen verfehlte, davon siebenmal allein im zweiten Halbjahr 2011.

Optimisten mögen die geringere Nachfrage nach Bundesanleihen trefflich einerseits mit der äußerst niedrigen Rendite von unter zwei Prozent und andererseits mit einer weitgehenden Sättigung der Investoren begründen. Wer jetzt noch Bedarf verspürt, sich die Titel ins Portfolio zu laden, kann sich ebenso gut am Sekundärmarkt versorgen. Das dürfte auch der Grund sein, warum die Deutsche Finanzagentur als Schuldenmanager des Bundes Gelassenheit demonstriert. Denn die noch nicht platzierten Schultitel könnten aus ihrer Sicht als „Gebrauchtware“ noch unters Anlegervolk gebracht werden.

Gleichwohl die Bundesrepublik (noch?) weit von Zinskonditionen, wie sie Italien, Spanien oder Frankreich bieten müssen, entfernt ist, stellt sich doch die Frage, ob die Unsicherheit hinsichtlich des Schicksals der Eurozone und der Lasten, die damit für Deutschland verbunden sind, auch auf die Bundesrepublik und ihre Schultitel durchschlägt? Immerhin steigt hierzulande die Neuverschuldung wieder, gleichzeitig wird ein sinkendes Wirtschaftswachstum erwartet. Eben jene Mischung also, die andere europäische Staaten bereits in die Bredouille

brachte. Dass sich die CDS-Spreads für Deutschland zum Emissionszeitpunkt auf 106 Basispunkte ausweiteten, ist ein Indiz für die zunehmende Nervosität der Anleger. Darüber sollte auch der historisch niedrige Zins, zu dem sich Deutschland am Kapitalmarkt finanzieren kann, nicht hinwegtäuschen. (Red.)

Eiszeit am Kapitalmarkt

Es wird frostig – auch für Emittenten. Zwar erlahmt das Investoreninteresse traditionell zum Jahresende etwas, doch mittlerweile ist das Emissionsklima eisig zu nennen. Hoffnungen auf wohlrigere Temperaturen bis zum Jahreswechsel dämpfen die Marktauguren. Vielmehr wächst die Unruhe unter den institutionellen Investoren, da die europäischen Politiker auf der Suche nach einem Ausweg aus der Staatsschulden- und Finanzmarktkrise reichlich planlos zu agieren scheinen. Vor allem wegen der Situation am Markt für öffentliche Anleihen lassen die Investoren bei neuen Engagements Vorsicht walten.

Das spüren auch die Emittenten von Covered Bonds, denn Platzierungspläne liegen teilweise auf Eis. Ist Besserung in Sicht? Einen Hoffnungsschimmer gibt es, denn zum Jahresende laufen zahlreiche Schuldverschreibungen aus und mit deren Fälligkeit wird reichlich Kapital an die Investoren fließen. Damit steigt deren Anlagebedarf erfahrungsgemäß, was regelmäßig ein Feuerwerk an Covered-Bond-Emissionen zündet.

Allerdings darf erwartet werden, dass sich deutsche Pfandbriefbanken diesmal weniger daran beteiligen werden. Vor allem große Emittente wie die Eurohypo und die Hypovereinsbank fahren ihr Kreditgeschäft zurück, sodass auch auslaufende Refinanzierungsmittel in geringerem Umfang ersetzt werden. Zudem bauen die deutschen Pfandbriefinstitute seit Jahren ihre Bestände im Kommunal- und Staatsfinanzierungsgeschäft ab. Folglich sinkt der Emissionsbedarf für öffentliche Pfandbriefe.

Damit stünde theoretisch ein größeres Anlagevolumen für andere Covered Bonds zur Verfügung – wenn da nicht die Krise der Staatsfinanzen wäre. Denn der Schuldenschnitt für Griechenland

hinterlässt auch in den Portfolios der institutionellen Investoren hässliche Scharten. Versicherungsunternehmen, Pensionskassen und Versorgungswerke sind die Hauptinvestoren in Covered Bonds, doch der weit überwiegende Teil ihrer Kapitalanlagen steckt in Staatsanleihen. Entsprechend besorgt müssen sie in die europäischen Hauptstädte und nach Washington schauen. So spricht einiges dafür, dass die erwarteten Kapitalrückflüsse verzögert oder in geringerem Umfang neu investiert werden.

Statt durchzustarten könnte der Primärmarkt also weiter stottern. Daran konnte bislang auch das zweite EZB-Programm zum Ankauf von Covered Bonds wenig ändern. Vielmehr wirkt sich dieses möglicherweise schädigend auf den Markt, die Produkte und die Banken aus. Denn Analysten beobachten mit Sorge, dass immer häufiger Benchmark-Emissionen zwar aufgestockt, aber nicht in den Markt gegeben werden. Vielmehr versuchen einige Emittenten im Schoß der EZB zu überwintern, indem sie ihre „neuen“ Covered Bonds einbehalten und für Repo-Geschäfte verwenden.

Aus Investorensicht ist diese Entwicklung bedenklich, wenn durch die Aufstockungen die Überdeckung sinkt. Denn das hätte negative Folgen für die Ratings der Covered Bonds. Einerseits müsste sich der aktuellen Bewertungsmethoden entsprechend die Ratingnote verschlechtern. Andererseits wäre der bisherige Ansatz der Ratingagenturen zu hinterfragen, die in ihren Bonitätsurteilen für die gedeckten Schuldverschreibungen wesentlich auf die Überdeckung abstellen. Wenn sich jedoch die freiwilligen, zusätzlichen Sicherheiten „in der Not“ verflüchtigen, dann sollten sie auch in den Stressszenarien der Ratingagenturen neu gewichtet werden.

Ebenso ist zu hinterfragen, was in einem solchen „Stressfall“ mit jenen Covered Bonds geschieht, die bei der Notenbank hinterlegt sind und deren Qualitätsanforderungen möglicherweise nicht mehr genügen. Sollten die Papiere dann unter Verkaufsdruck in den Markt gegeben werden, würden auch andere Investoren in Mitleidenschaft gezogen. So ist es durchaus verständlich, dass Anleger zurückhaltend bleiben – wahrscheinlich sogar über den Jahreswechsel hinaus. (Red.)