

Neues vom Pfandbrief

Italienisches Crescendo

Zwei Italiener sorgten in den vergangenen Tagen dafür, dass die Stimmung am Primärmarkt von Dur auf Moll wechselte. Nachdem Ministerpräsident Mario Monti offensichtlich immer größere Schwierigkeiten hatte, Mehrheiten für seine Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung zu organisieren, kündigte er seinen Rücktritt an.

Dass ausgerechnet Silvio Berlusconi daraufhin als Erster seine erneute Kandidatur für das Amt bekanntgab, sorgte nach Meinung der Fixed-Income-Analysten aus der Norddeutschen Landesbank (Nord-LB) für einige Unruhe – nicht nur in den politischen Zirkeln Europas, sondern auch unter den Akteuren am Covered-Bond-Markt. Deutlichstes Indiz für die Rückkehr des „politischen Risikos“: Im Euro-Benchmark-Segment kam das Emissionsgeschehen erst einmal zum Erliegen. Obwohl damit wieder Zweifel an der Zukunft der Gemeinschaftswährung genährt wurden, erholte sich der Primärmarkt für europäische Covered Bonds aber dann doch erstaunlich schnell und löste sich aus der anfänglichen Lähmung. So gelangen gleich zwei Emissionen im Jumboformat innerhalb einer Woche:

- Mittels einer Obligation a l'Habitat sammelte die Société Générale über ihre Société de Financement de l'Habitat (SFH) insgesamt 1,5 Milliarden Euro für fünf Jahre ein. Bereits während der Marktsondierung wurde die Preisspanne für die Emission auf 25 bis 27 Basispunkte über Swap-Mitte abgesenkt. Nachdem das Papier bei Schließung des Orderbuchs zweifach überzeichnet war, wurde die Transaktion schließlich mit einem Spread am unteren Ende der Bandbreite fixiert. 110 Investoren hatten Zeichnungsinteresse bekundet. Schließlich verteilte sich das Emissionsvolumen zu 27 Prozent auf Anleger aus Deutschland und Österreich. Nach Frankreich gingen 21 Prozent. Ein gleich großer Anteil entfiel auf Zeichner aus den Benelux-Staaten.

- Zudem platzierte die National Australia Bank (NAB) einen mit australischen Immobilienkrediten besicherten Covered Bond in Höhe von einer Milliarde Euro. Von den Ratingagenturen Moody's, Fitch und DBRS erhielt die zehnjährige Emission jeweils die bestmögliche

Bewertung. Ausgestattet mit einem Kupon von 1,875 Prozent wurde das Papier mit einem Preis von etwas über 40 Basispunkten über Swap-Mitte in die Vermarktung gegeben. Aufgrund der großen Nachfrage erfolgte die Zuteilung schließlich bei 37 Basispunkten über Swap-Mitte.

Letztlich ist allerdings nicht allein Italien schuld daran, dass 2012 das wohl schwächste Emissionsjahr seit 2006 sein wird. Innerhalb von etwas mehr als elf Monaten wurden nach Berechnungen von Analysten aus der Bayerischen Landesbank (Bayern-LB) lediglich Covered Bonds in einem Gesamtvolumen von rund 111 Milliarden Euro platziert. Zum Vergleich: In den beiden Vorjahren waren es jeweils etwa 180 Milliarden Euro.

Zweifellos hinterließ die europäische Banken- und Staatsschuldenkrise ihre Spuren am Primärmarkt. Vor allem die zur Stützung europäischer Banken initiierten beiden Dreijahrestender der Europäischen Zentralbank (EZB) sowie die Repo-Geschäfte der Institute mit der EZB führten dem Markt so viel billige Liquidität zu, dass die Kreditinstitute nur noch opportunistisch Covered Bonds emittieren mussten.

Parallel führte der rückläufige Refinanzierungsbedarf in einigen europäischen Märkten zu einem Rückgang der Emissionstätigkeit, wie die Marktbeobachter der Bayern-LB konstatieren. Zu nennen ist hier vor allem Deutschland, wo seit Jahren die Finanzierungen der öffentlichen Hand, speziell der Kommunen, rückläufig sind. Zudem bauten deutsche Banken ihren Bestand von Finanzierungen an die am stärksten von der europäischen Schuldenkrise betroffenen Staaten stark ab. Hinzu kommt, dass einige große Emittenten, wie zum Beispiel die Hypothekbank Frankfurt (vormals Eurohypo), die Deutsche Pfandbriefbank, die Dexia Kommunalbank und die Westdeutsche Immobilienbank restrukturiert werden. So standen den fälligen Pfandbriefen im Gesamtvolumen von 43 Milliarden Euro gerade einmal 15 Milliarden Euro an Neuemissionen gegenüber. Folglich ging das Volumen ausstehender Benchmark-Pfandbriefe weiter um 28 Milliarden Euro zurück.

Weitere Gründe für die geringere Emissionstätigkeit europäischer Ban-

ken sind die regulatorischen Auflagen, die vor allem große Emittenten die Kreditvergabe einschränken lassen. Darüber hinaus hatten die vom Stresstest der Europäischen Bankenaufsicht (EBA) im Jahr 2011 erfassten Banken bis Mitte 2012 eine Kernkapitalquote von mindestens neun Prozent zu erreichen, was in der Regel den Abbau von Risikoaktiva erforderte. Eine weitere Ursache für die geringen Euro-Neuemissionen sehen die Bayern-LB-Analysten darin, dass viele Emittenten auf andere Währungen ausweichen, allen voran auf US-Dollar.

Trotzdem erreichten die Neuemissionen von auf Euro lautenden Covered Bonds in etwa die Größenordnung der 2012 fällig werdenden Anleihen. Das wiederum lag an den zahlreichen neuen Mitgliedern der Covered-Bond-Gemeinschaft. Dabei kamen die Debütanten zum einen aus etablierten Märkten, zum anderen gaben Covered-Bond-Gesetze in Belgien und Australien doch etwas Schwung in den Markt. So platzierten die beiden belgischen Emittenten Belfius Bank und KBC Bank zusammen Papiere in Höhe von 2,5 Milliarden Euro. Hinzu kommen die vier großen australischen Banken, deren Neuemissionen ein Gesamtvolumen von immerhin neun Milliarden Euro erreichten. Zudem wurde der erste Flugzeugpfandbrief begeben. 500 Millionen Euro sammelte die Nord-LB damit ein.

Erwartet wird, dass die Emissionstätigkeit bei Euro denominierten Covered Bonds auch im Jahr 2013 zwar gedämpft sein wird, dennoch aber ein Stück weit über dem Volumen von 2012 liegen müsste. Denn die Fälligkeiten liegen mit 145 Milliarden Euro deutlich über dem Niveau von 2012, als Covered Bonds in der Größenordnung von 110 Milliarden Euro ausliefen. Wenn angenommen wird, dass die EZB ihre Politik des günstigen Geldes fortführt, dann wird die Zentralbankrefinanzierung von denjenigen Banken bevorzugt werden, die ihre Papiere am Kapitalmarkt nur mit höheren Spread- und Zinsaufschlägen an die Investoren bringen können. Dagegen könnte es sich für Banken aus den Kernmärkten der Europäischen Union lohnen, neue Mittel über die Emission von Covered Bonds zu akquirieren, da die Renditen für einige Institute mitunter günstiger sind als die Liquiditätsversorgung über die Zentralbank. L.H.