

Schroders

Investmentkommentar

Der Ausfall des Verbriefungsmarktes und seine Folgen

Durch die Kreditkrise bieten Bankanleihen attraktive Risikoprämien

Von Roger Doig, Kreditanalyst bei Schroder Investment Management

Ein Jahr nach dem Ausbruch der weltweiten Kreditkrise haben sich die Finanzierungsbedingungen für Banken noch immer nicht normalisiert. Die Risikoprämien (Spreads), die Banken bei der Aufnahme von Krediten zahlen müssen, sind seit ihrem Höchststand im März 2008 nur moderat zurückgegangen. Sie liegen noch immer weit höher als vor dem Ausbruch der Krise. Entgegen einer oft geäußerten Ansicht ist dies nicht darauf zurückzuführen, dass Banken anderen Instituten ungern Geld leihen, weil sie deren Zusammenbruch befürchten. Banken horten ihr Geld vielmehr aus einem anderen Grund: Sie befürchten, selber keinen Zugang zu Finanzierungsquellen mehr zu erhalten. Die von den Zentralbanken zur Verfügung gestellte zusätzliche Liquidität ist dabei nur ein Tropfen auf den heißen Stein, denn ihnen sind durch die strikten Auflagen bei der Finanzierung im großen Stil die Hände gebunden.

Das Kernproblem ist, dass Banken die Verbriefung (Securitisation) nicht mehr zur Finanzierung nutzen können. Im Jahr 2007 wurden beispielsweise noch über 40 Prozent der britischen Hypotheken auf diese Weise finanziert, ebenso viele Kreditkarten-, Handels- oder Autokredite. In den letzten zehn Jahren wurde die Verbriefung so zentral für das Bankwesen, dass sie selbst in den 2008 vorgestellten Basel-II-Eigenkapitalvorschriften berücksichtigt wurde. Bei einer Verbriefung schaffen Banken handelbare Wertpapiere aus Forderungen. Diese Wertpapiere werden an den Kapitalmärkten verkauft. Als die Kreditkrise ausbrach, kamen die Käufer dieser Wertpapiere selbst nicht mehr an die kurzfristigen Kredite, die sie zur Finanzierung ihrer Positionen brauchten. Der Markt wurde illiquide, auch bedingt durch ein plötzliches Überangebot dieser Papiere. Hinzu kam mangelnde Transparenz bei der Qualität der den Papieren zugrunde liegenden Aktiva. In Europa ist der Ausfall dieses Verbriefungsmarktes ein viel größeres Problem für mittelsuchende Banken als die Anlagenqualität oder Bonität des Hauses.

Finanzinvestoren und Banken – das Ringen um die Risikoprämien

Grundsätzlich haben Banken drei Finanzierungsoptionen: Einlagen, über besicherte Finanzierungen durch Verbriefungen oder gedeckte Schuldverschreibungen (Covered Bonds), und über unbesicherte Finanzierungen durch vorrangige Verbindlichkeiten. Die zweite Option bleibt auf unbestimmte Zeit verschlossen, weswegen Banken Alternativen finden müssen. Generell würden Einlagen bevorzugt, doch in den von der Krise am stärksten betroffenen Ländern wie Großbritannien oder Spanien herrscht daran ein Mangel – entsprechend intensiv ist der Wettbewerb. Die wichtigste Alternative zur Verbriefung ist daher die unbesicherte Finanzierung. Banken sind gezwungen eine große Anzahl von Anleihen zu emittieren. Dieses wissen auch viele Investoren und halten deswegen die Risikoprämien entsprechend hoch – Banken hoffen indes auf deren Rückgang. Es herrscht ein Patt-situation am Markt, doch die Banken erkennen zunehmend, dass sie keine Wahl haben. Seit März passten sie den Preis für Ausleihungen soweit an, dass sie sich die Kosten des Leihens leisten können. Dies hat zwar negative Rückwirkungen auf die Kreditleistungen einiger ihrer Kunden, und bei Wohnimmobilien-Hypotheken sinkt der Wert von Kreditsicherheiten. Allerdings ist dies vornehmlich das Problem der Aktionäre, die Verluste und Abschreibungen der Banken verkraften müssen. Die Bonität der meisten Banken wird dadurch nicht geschmälert.



Anleiheinvestoren können attraktive Anlagemöglichkeiten nutzen

Die absoluten Risikoprämien bei Banken sind derzeit auf dem höchsten jemals erreichten Niveau. Vorrangige Anleihen von Banken mit einem „AA“-Rating und signifikantem Einlagengeschäft bieten attraktive Ertragsmöglichkeiten. Der Grund: der Wert von Wohnimmobilien-Sicherheiten fällt in vielen Ländern und die Kreditqualität von Unternehmen verschlechtert sich mit abschwächender Konjunktur. Das Potenzial für einen Rückgang der Risikoaufschläge ist allerdings begrenzt, und auch das Potenzial substanzialer Neuemissionen könnte die Spreads für einige Zeit auf hohem Niveau halten. Zudem bleibt die Wahrscheinlichkeit von Ausbrüchen systemischer Risiken hoch – trotz der Bemühungen der Zentralbanken. Der Zusammenbruch großer Finanzinstitutionen könnte zu einem weiteren generellen Abverkauf von Bankverbindlichkeiten führen, dies sollten allerdings kurzlebige Risikospitzen sein. Zentralbankmaßnahmen, gute Risikodiversifikation und adäquate Bonität bedeuten, dass das Ausfallrisiko führenden Banken begrenzt ist. Für Anleiheinvestoren bestehen in diesem Sektor daher noch einige attraktive Anlagemöglichkeiten.

Wichtiger Hinweis:

Die hierin geäußerten Ansichten und Meinungen stammen von Roger Doig, Kreditanalyst bei Schroders, und stellen nicht notwendigerweise die Ansicht von Schroder Investment Management dar.

Nur für professionelle Anleger und Berater. **Dieses Dokument ist nicht für Privatkunden geeignet.**

Dieses Dokument dient nur Informationszwecken und ist keinesfalls als Werbematerial gedacht. Das Material ist nicht als Angebot oder Werbung für ein Angebot gedacht, Wertpapiere oder andere in diesem Dokument beschriebene verbundene Instrumente zu kaufen. Keine Angabe in diesem Dokument sollte als Empfehlung ausgelegt werden. Die hier enthaltenen Informationen werden als zuverlässig angesehen, aber Schroders Investment Management Ltd (SIM) gewährleistet nicht deren Vollständigkeit oder Richtigkeit. Dies ist kein Ausschluss und keine Beschränkung der Verpflichtung oder Haftung, die SIM gemäß dem Financial Services Markets Act 2000 (in seiner gültigen Fassung) oder einer anderen Gesetzgebung gegenüber seinen Kunden hat. Individuelle Investitions- und/oder Strategieentscheidungen sollten nicht auf Basis der Ansichten und Informationen in diesem Dokument erfolgen.

Herausgegeben von **Schroder Investment Management Limited**, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA. Zugelassen und unter der Aufsicht der Financial Services Authority.