

Schweizer Pfandbriefe zeigen sich sehr krisenresistent

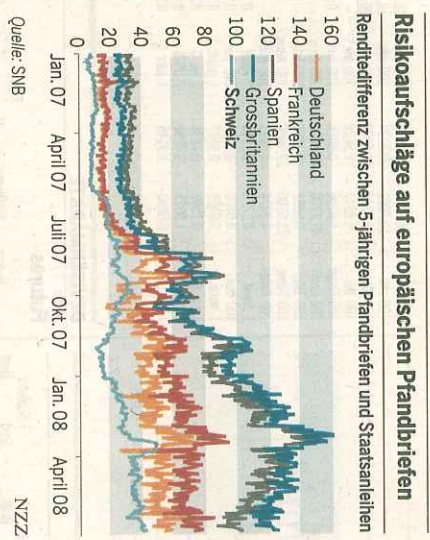
Lebhaftes Emissionsgeschäft im ersten Halbjahr 2008

Schweizer Pfandbriefe gelten als langweilig, aber mündelsicher. Dieser Eigenschaft ist allerdings auch zu verdanken, dass sich die Hypothekendarlehen in der Kreditkrise als grundsolide erwiesen haben. Während mit Hypotheken unterlegte Bonds in anderen Ländern stark unter Druck kamen, entwickelte sich der Schweizer Markt robust.

mba. Die Schweizer Pfandbriefe haben der Kreditkrise widerstanden wie ein Fels in der Brandung. Während in den USA Anleihen auf Subprime-Hypotheken traurige Berühmtheit erlangten, zeigt der Markt für Schweizer Hypothekendarlehen keinerlei Krisensymptome. Im Gegenteil hat sich die Emissionsstätigkeit im laufenden Jahr sehr lebhaft entwickelt. Laut einer Studie der Credit Suisse wurden bis Mitte Juni bereits Pfandbriefe über 4,9 Mrd. Fr. ausgeben; im ganzen Vorjahr waren es gut 6,2 Mrd. Fr. gewesen. Damit haben die Pfandbriefe ihre Stellung als zweitwichtigstes und -liquidstes Segment im inländischen Obligationenmarkt nach den «Eidgenossen» gefestigt. Ende Juni waren Pfandbriefe über rund 48 Mrd. Fr. ausstehend; das entspricht knapp einem Fünftel des Gesamtmarkts.

Steigendes Interesse der Banken

Die rege Emissionsstätigkeit ist teilweise dadurch begründet, dass im ersten Halbjahr 2008 ein grosses Volumen an Pfandbriefdarlehen zur Rückzahlung gelangte. Die Hypotheken-Bonds sind zudem gefragt, weil die Eidgenossenschaft, ihr



Quelle: SNB NZZ

Emissionsvolumen infolge der guten Kassenlage stark reduziert hat und die institutionellen Investoren auf Pfandbriefe als sichere Anlagen ausweichen. Mit verantwortlich für den Aufschwung ist aber auch die Tatsache, dass einige Banken die Pfandbriefe als attraktives Refinanzierungsinstrument wiederentdeckt haben. Laut Branchenexperten zeigen etwa die grossen Schweizer Finanzinstitute, die gegenwärtig unter der Kreditkrise leiden, wieder ein steigendes Interesse an Pfandbriefen. Tatsächlich haben sich die Risikoaufschläge auf Schweizer Pfandbriefen im Laufe der Kreditkrise kaum verändert; die Spreads zum Swapsatz betragen gegenwärtig rund -15 Basispunkte. Demgegenüber mussten die Grossbanken zeitweise einen Risikoaufschlag von mehr als 100 Basispunkten über dem Swapsatz für ihre Unternehmensanleihen bezahlen. Dass für die Grossbanken in dieser Situation die Refinanzierung über Pfandbriefe an Attraktivität gewinnt, erstaunt nicht.

Die Schweizer Pfandbriefe haben sich auch im Vergleich mit Covered Bonds in anderen europäischen Staaten als sehr robust erwiesen. Im Verlauf der Kreditkrise blieben die Risikoaufschläge im Schweizer Markt relativ stabil, während etwa in Spanien oder Grossbritannien markant höhere Spreads zu verzeichnen waren (vgl. Grafik). Dies wird zum Teil mit den überhitzten Immobilienmärkten in diesen Ländern in Verbindung gebracht. Ein wichtiger Grund ist aber auch, dass das Schweizer Pfandbriefgesetz aus dem Jahr 1931 einen vergleichsweise strengen Rahmen für die Emission von Hypothekendarlehen setzt. So dürfen einzelne Banken keine Pfandbriefe aus-

geben, sondern nur die Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute und die Pfandbriefzentrale der Kantonalbanken. Zudem sind die Behlungsgrenzen konservativ gewählt: Eine Bank kann eine Hypothek nur zu maximal zwei Dritteln über Pfandbriefe refinanzieren. Der konservative Ansatz hat dazu geführt, dass in der 77-jährigen Geschichte des Schweizer Pfandbriefs noch nie ein Ausfall zu verzeichnen war. Auch während der Immobilienkrise in der Schweiz, als die Banken im Kreditgeschäft zwischen 1991 und 1996 Verluste von 42 Mrd. Fr. verkräften mussten, waren die Pfandbriefe nicht betroffen.

Ein Instrument gegen Liquiditätskrisen?

Die Solidität der Pfandbriefe kommt auch daher, dass sie – anders als Verbriefungen von Hypotheken, wie sie in den USA weit verbreitet sind – keinen Transfer des Kreditrisikos von der Bank an andere Investoren im Kapitalmarkt erlauben. Mit einem Pfandbrief kann eine Bank eine Hypothek zwar verpfänden; diese bleibt aber weiter in der Bilanz der Bank und damit das Kreditrisiko beim Finanzinstitut. Exzesse, wie sie in den USA bei Verbriefungen vorkamen, waren in der Schweiz deshalb von vornherein unwahrscheinlich. Als Folge des starken Pfandbriefwesens haben in der Schweiz Verbriefungen auch nie richtig Fuss fassen können. Die Schweizer Banken refinanzieren ihre Hypothekarkredite immer noch vornehmlich über Kundengelder als billigste Refinanzierungsquelle; nur einen kleinen Teil (5% bis 10%) decken sie über Pfandbriefe ab.

Den Pfandbriefen könnte in Zukunft allerdings eine grössere Rolle bei der Refinanzierung und Liquiditätssicherung der Schweizer Banken zukommen. Thomas Jordan, Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank (SNB), hat jüngst vorgeschlagen, dass die Banken erheblich mehr Pfandbriefdarlehen nachfragen und damit das Emissionsvolumen der Pfandbriefe deutlich erhöhen könnten. Einen Teil der Papiere könnten sie dann selbst in ihren Bilanzen halten. Diese Pfandbriefe liessen sich im Falle eines Liquiditätsschocks leicht in flüssige Mittel umwandeln, denn die Papiere werden von der SNB in Repogeschäften (und generell auch am Frank-Interbankenmarkt) als Sicherheit akzeptiert. Falls sich diese Idee der SNB durchsetzt, dürfte sich das Emissionsvolumen der Schweizer Pfandbriefe markant erhöhen und dem traditionellen Instrument ein neuer Frühling blühen.