

IMMOBILIEN FINANZIERUNG

— DER LANGFRISTIGE KREDIT —

1. Juli 2024
75. Jahrgang

Verlag Helmut Richardi
Frankfurt am Main

ISSN 1618-7741

DIGITALER
SONDERDRUCK

PFANDBRIEFE UND COVERED BONDS

DIE (SCHÖNE) NEUE SPREADWELT
AM COVERED-BOND-MARKT
DR. FREDERIK KUNZE, JULIEN MARCHAND



PFANDBRIEFE UND COVERED BONDS

DIE (SCHÖNE) NEUE SPREADWELT AM COVERED-BOND-MARKT

In ihrer mehr als zweihundertjährigen Geschichte haben Covered Bonds noch nie einen Ausfall verzeichnet. Der Grund dafür liegt in ihrer doppelten Besicherung. Zum einen haben die Anlegenden einen Anspruch gegenüber dem emittierenden Institut, zum anderen sind Covered Bonds durch einen Deckungsstock von Hypothekendarlehen oder Schuldtiteln der öffentlichen Hand geschützt. Das macht sie zu einer der sichersten Anlageklassen. Dennoch können Covered Bonds konstante und attraktive Renditen bieten. Vor allem im Jahr 2022 verzeichnete das Segment spürbare Spreadausweitung, bevor es 2023 zu einem repricing kam. Auch wegen des enormen Angebots an neuen Papieren – der EZB beziehungsweise der Ankündigung des Ausstiegs aus den Ankaufprogrammen sei Dank. Dieses Repricing ist im ersten Halbjahr 2024 abgeschlossen, halten die beiden Autoren fest – für Covered Bonds aber auch für den deutschen Pfandbrief. Im folgenden Beitrag analysieren die Autoren die Auswirkungen dieser Entwicklung für das Emissionsgeschehen, aber auch das Investorenverhalten.

Red.

Auch der globale Covered-Bond-Markt konnte sich der langen Phase des Repricings, die maßgeblich von der Zinswende beziehungsweise dem Ende der quantitativen Lockerung befeuert oder getragen wurde, nicht entziehen. Die Ausweitung der Spreads für das gedeckte Funding der Kreditinstitute vollzog sich im Grundsatz über die gesamte Bandbreite an Laufzeitbereichen und Jurisdiktionen hinweg.

Gleichwohl präsentierten sich insbesondere zu Beginn der Ausweitungsbewegung die Spreads für Pfandbriefe relativ robust – das heißt, das Repricing erfolgte weniger stark ausgeprägt als für die Covered Bonds anderer Jurisdiktionen. Dies ließ sich zuletzt durch die Kombination einer gro-

ßen Investorenbasis in Deutschland in Verbindung mit einem auch am Covered-Bond-Markt üblichen „Home Bias“ erklären.

Repricing abgeschlossen – wie geht es nun weiter?

Spätestens mit dem Aufkeimen von Sorgen im Hinblick auf das Segment der gewerblichen Immobilienfinanzierungen – aber auch ausgelöst durch davon weitgehend unabhängige Verschiebungen auf der Nachfrageseite – holte der Pfandbriefmarkt in den ersten beiden Quartalen des Jahres 2024 das Repricing gewissermaßen nach. Abstrahiert vom Pfandbriefsegment lässt sich für den gesamten Covered-Bond-Markt festhalten, dass das Repricing im ersten Halbjahr 2024 weitgehend abgeschlossen wurde. Tatsächlich ließ sich in einigen Jurisdiktionen zum Ende des I. Quartals sogar beobachten, dass vergleichbare Deals enger gepreist werden konnten als noch im Januar. Ausgehend von diesen Vorüberlegungen stellt sich zur Jahresmitte 2024 nun die Frage, ob die Neuordnung der Spreads am globalen Covered-Bond-Markt vollzogen ist und wie es in den kommenden sechs Monaten weitergeht.

Der Start in das Jahr 2024 verlief zunächst nach dem üblichen Muster, nachdem das Emissionsaufkommen bereits in den ersten Handelstagen sehr groß war. In der Folge zogen auch die Neuemissionsprämien, als Spreadunterschied zwischen den neu platzierten Deals und vergleichbaren am Markt ausstehenden Covered Bonds, an. Die Nach-

frageseite präsentierte sich insgesamt robust, was auch durch die Überzeichnungsquoten im Covered-Bond-Segment zum Ausdruck gekommen ist. Diese liegen am aktuellen Rand noch auf einem im langfristigen Vergleich hohen Niveau, wenngleich sie sich zuletzt etwas zurückgebildet haben.

Auch wenn wir diese Kennzahl gemeinsam mit der Neuemissionsprämie zu den bedeutendsten Pulsmessern am Primärmarkt zählen, gilt es bei der Interpretation der Zeitreihe zu berücksichtigen, dass eine gewisse Anfälligkeit beispielsweise durch die Emissionsgröße der einzelnen Transaktionen auftreten kann. Gleichwohl stützt die Entwicklung bei den Überzeichnungsquoten die Sichtweise einer erfreulich robusten Investorennachfrage am Primärmarkt.

Ein Blick auf den Primärmarkt: Sind die Investoren zu genügsam?

Unterstrichen wird dies zusätzlich durch die beobachteten Einengungen der jeweiligen Emissionsspreads im Zuge der Vermarktungsphase der neuen Deals. So konnten bei den Neuemissionen beim finalen Pricing häufig Einengungen um mehr als fünf Basispunkte gegenüber der Guidance realisiert werden. In Kombination

„Es lässt sich festhalten, dass das Repricing im ersten Halbjahr 2024 weitgehend abgeschlossen wurde.“

mit den niedrigen Neuemissionsprämien sowie einer weitgehend zu konstatierenden guten Performance der frischen Ware im Sekundärmarkt ist fast zu vermuten, dass die Investoren hier zu genügsam sein könnten. Allerdings wäre diese Sichtweise zu eindimensional. Schließlich gibt es nicht die eine „Klasse“ von Covered-Bond-Investoren. Vielmehr handelt es sich um eine zunehmend heterogene Gruppe an Nachfragern, für die Covered Bonds eine Anlagemöglichkeit darstellen.

Relativ Value-Gesichtspunkte bei Covered Bonds maßgeblich

In diesem Zuge gewinnen Strategien, die auch die relative Attraktivität von Covered

DER AUTOR

DR. FREDERIK KUNZE

Floor Research,
Norddeutsche Landesbank –
Girozentrale, Hannover



in

DER AUTOR

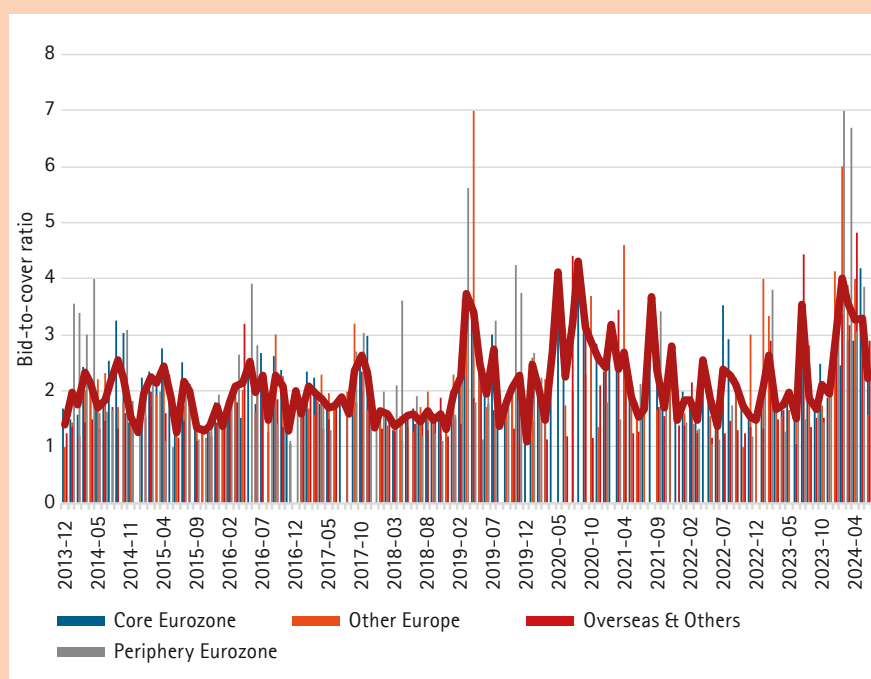
JULIEN MARCHAND

DCM Origination, Norddeutsche Landesbank –
Girozentrale, Hannover



in

Abbildung 1: Primärmarkt Überzeichnungsquoten EUR-Benchmark



Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Bonds im Vergleich zu Ratesprodukten – vor allem Staatsanleihen, SSA-Bonds, Senior Unsecured Bonds oder Unternehmensanleihen – berücksichtigen, verstärkt an Bedeutung. Wir erinnern uns: Im Zuge der Phase der ultraexpansiven Geldpolitik beziehungsweise der quantitativen Lockerung wurden die Spreadunterschiede im Fixed Income-Universum weitgehend nivelliert. Relative Value-Strategien offerierten aus

Sicht einer Vielzahl von Investoren keinen echten Mehrwert, während regulatorische Erwägungen sehr stark in den Vordergrund rückten und die eher auf absolute Rendite ausgerichtete Anlageentscheidungen zurückgefahren wurden.

Es ist keine neue Erkenntnis, dass diese Marktverzerrungen der Vergangenheit angehören und dass die EZB beziehungsweise

das Eurosystem das Feld auch am Covered-Bond-Primärmarkt geräumt hat. Was sich bereits im Verlauf des Jahres 2023 angedeutet hatte, materialisierte sich in den ersten Handelswochen und -monaten in verstärkter Form: Die relative Attraktivität der Covered Bonds insbesondere im Vergleich zu unbesicherten Anleihen zog neue Nachfrager in Form von Real Money-Investoren an.

Darüber hinaus präsentierte sich die gedeckte Ware auch weiterhin attraktiv gegenüber den Schuldtiteln öffentlicher Emittenten. Während im Vergleich zum Public Issuer/SSA-Universum der Spreadaufschlag im Vordergrund stand, waren es bei den Credits eher die „vergleichbaren“ Levels, die allerdings mit dem Dual Recourse-Produkt Covered Bonds eine höhere Sicherheit geboten haben und zum Teil noch bieten. Diese strukturelle Veränderung auf der Nachfrageseite am Covered-Bond-Primärmarkt offenbart sich auch beim Blick auf die Allokationsverteilung bei den neu platzierten Deals im EUR-Benchmarksegment (siehe Abbildung 3).

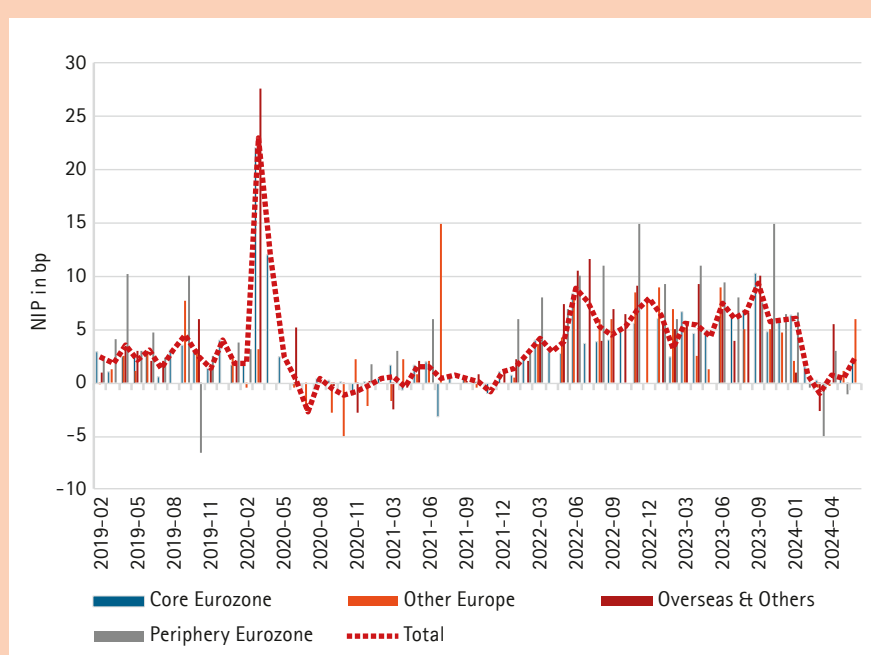
Bestimmungsfaktoren für Covered-Bond-Spreads

Im Hinblick auf die Spreadentwicklung kann also konstatiert werden, dass das allgemeine Repricing in Verbindung mit dem neuen Zinsumfeld für eine Neuordnung auf der Nachfrageseite gesorgt hat. Zur markttechnischen Betrachtung im Covered-Bond-Segment gehört außerdem die Analyse der Angebotsseite.

Hier ist es ebenso mehr als offenkundig, dass für eine Vielzahl von Emittenten die gedeckte Refinanzierung weiterhin einen sehr hohen Stellenwert einnimmt. Auch dies ist auf Abwägungen mit Blick auf den Emissionsspread zurückzuführen, lässt sich aber zusätzlich mit den Charakteristika von Covered Bonds als Fundinginstrument in volatilen beziehungsweise von Unsicherheiten geprägten Marktphasen erklären. Nicht zuletzt deshalb ist für das Gesamtjahr 2024 mit einem positiven Nettoangebot im EUR-Benchmarksegment zu rechnen, was für sich genommen einen gewissen Druck auf die Covered-Bond-Spreads ausüben sollte.

Dass auch fundamentale Aspekte als zweite erklärende Variable für die Spreadentwicklung nicht ignoriert werden sollten, zeigt die Debatte im Kontext der Unsicherheiten in Bezug auf die internationalen Märkte für Gewerbeimmobilien. Die beobachteten Spreadausweitungen – insbeson-

Abbildung 2: Primärmarkt Neuemissionsprämien EUR-Benchmark



Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research



dere bei Pfandbriefen – sind allerdings eher auf die Risikofaktoren im Hinblick auf die Kreditqualität der emittierenden Institute als auf die Zusammenstellungen der „betroffenen“ Deckungsstöcke zurückzuführen. Tatsächlich ist hier die Grenze zum allgemeinen beziehungsweise spezifischen Marktsentiment, als dritter Einflussvariable auf die Spreads, fließend. Und hier beeinflussen tatsächlich oftmals die „Headlines“ auch das Investorenverhalten. Hier gilt es immer zu differenzieren: Einige Investoren schließen beispielsweise bereits seit langer Zeit Investments in Covered Bonds mit hohen CRE-Anteilen im Deckungsstock grundsätzlich aus, wohingegen für andere Marktteilnehmer erst seit Kürzerem mehr oder weniger berechtigte Vorbehalte bestehen.

Mit dieser Entwicklung lässt sich auch die zu beobachtende relative Bepreisung von Pfandbriefen gegenüber den Covered Bonds aus anderen Jurisdiktionen erklären. Dies gilt sowohl für den Primärmarkt als auch für den sekundären Handel. In einigen Laufzeitbereichen notieren die ASW-Spreads von niederländischen Covered Bonds sogar innerhalb von Pfandbriefen.

Am Primärmarkt konnte beispielsweise der ein oder andere Norweger frische Deals auf sehr engen Niveaus gegenüber vergleichbaren Pfandbriefen platzieren. Ähnliches

kann für Emissionen aus den Niederlanden beobachtet werden. Geholfen haben dürfte hier auch stärker in den Fokus gerückte

„Wesentliche Angebotstreiber am Primärmarkt dürften einmal mehr Frankreich und Deutschland sein.“

fundamentale Faktoren auf Ebene der Emittenten. Zu bedenken ist hier neben den Ratingausprägungen auf Seniorebene auch an die Bewertung des Geschäftsmodells bzw. die Profitabilität der Institute. Es zeigt sich aber auch, dass sich das Performancepotenzial hier stark reduziert hat.

Covered-Bond-Angebot: Was ist zu erwarten?

Als Ergebnis der Abwägung der drei Faktoren (1. Net Supply. 2. Fundamentals und 3. Sentiment) ist nur noch mit dezenten Spreadausweitungen für den weiteren Jahresverlauf zu rechnen. Es erscheint nicht als voreilig, den Repricingzyklus als weitgehend abgeschlossen zu bezeichnen. Dies bedeutet aber keineswegs, dass eine Seitwärtsbewegung über alle Laufzeiten und Jurisdiktionen für die kommenden Monate als gesichert anzusehen ist.

Am Primärmarkt dürften spezifische Faktoren wie Knappheitseffekte auf Ebene von Emittenten und/oder Jurisdiktionen genau-

so wie Sättigungseffekte – beispielsweise im Hinblick auf Laufzeiten – an Relevanz für die Preisbildung gewinnen. Für das Gesamtjahr 2024 ist mit Emissionen in Höhe von 171,5 Milliarden Euro zu rechnen. Daraus leitet sich bei Fälligkeiten im Volumen von 111,4 Milliarden Euro ein Nettoneuangebot in Höhe von 60,1 Milliarden Euro ab. In der ersten Jahreshälfte wurde frische Ware im Umfang von insgesamt 106 Milliarden Euro (exklusive Floatern) am Markt platziert, sodass auf Basis unserer Angebotsprognose in den verbleibenden Handelsmonaten des Jahres 2024 noch 65 Milliarden Euro emittiert werden sollten. Wesentliche Angebotstreiber am Primärmarkt dürften einmal mehr Frankreich und Deutschland sein. Doch auch Österreich und Kanada sollten das Bild am Primärmarkt in der zweiten Jahreshälfte maßgeblich mitprägen.

Nachdem die Spreadentwicklung am globalen Covered-Bond-Markt durch eine lange Phase der Verzerrung durch die EZB-Geldpolitik geprägt wurde, dominierte in den vergangenen Monaten ein Mix aus Relative Value-Erwägungen und Episoden eines veränderten Marktsentiments das Geschehen. Neue und alte Real Money-Investoren haben sich vornehmlich dem Primärmarkt für EUR-Benchmarks zugewandt und die Emittenten haben sich verstärkt den längeren Laufzeitsegmenten gewidmet.

Auch 2024 ein Wachstumjahr

Auch im Jahr 2024 rechnen wir mit einem Wachstumjahr für das EUR-Benchmarksegment mit einem Nettoneuangebot im Volumen von 60,1 Milliarden Euro. Zur Jahresmitte 2024 stellt sich nunmehr die Frage, wie es am Covered-Bond-Markt in dieser schönen neuen Spreadwelt weitergeht. Mit Blick auf die Prognostik dürften einzelne Faktoren beziehungsweise Charakteristika auf Jurisdiktions- beziehungsweise Emittentenebene einen stärkeren Einfluss nehmen als in der „monokausalen“ Welt der drastischen EZB-Verzerrungen.

Gleichwohl bewahren sich die Entscheidungsträger des EZB-Rats – mehr oder weniger unbeabsichtigt – auch am aktuellen Rand ihren Einfluss auf das Spreadgefüge am Covered-Bond-Markt. Schließlich schlägt die falckenhafte „Zinswende“, die Anfang Juni beschlossen auf die Erwartungsbildung an den Zinsmärkten durch, was auch das Covered-Bond-Segment sowohl auf der Nachfrage- als auch der Angebotsseite prägen dürfte.

Abbildung 3: Primärmarkt Investorenverteilung EUR-Benchmark



Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research