

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

DANKE EZB – ES WAR SCHÖN MIT DIR!
PATRICK SEIFERT



PFANDBRIEFE UND COVERED BONDS

DANKE EZB – ES WAR SCHÖN MIT DIR!

Viele Jahre hat die EZB nicht nur den Anleihemarkt, sondern auch den Markt für gedeckte Schuldverschreibungen mit ihren Ankaufprogrammen maßgeblich beeinflusst. Von daher war schon eine gewisse Nervosität zu verspüren, als die Notenbank die Beendigung dieser Programme angekündigt hat. Völlig zu Unrecht, wie sich mittlerweile herausgestellt hat. Der Markt für Covered Bonds und vor allem den deutschen Pfandbrief erfreut sich nach wie vor bester Gesundheit, auch wenn er vielleicht nicht mehr ganz an frühere Höchststände heranreichen wird. Der Autor hebt in diesem Zusammenhang hervor, dass die Vielfältigkeit am Markt spürbar zugenommen hat. Sowohl auf der Emittentenseite, als auch bei den Investoren hätten viele neue Akteure in Summe die Funktionsfähigkeit des Covered-Bond-Marktes erhöht und zu einer effektiveren Allokation von Kapital geführt. Darüber hinaus seien die Rendite- und Performanceaussichten seit dem Rückzug der EZB deutlich attraktiver als vor dem Jahr 2022 und schließlich hätten regulatorische Veränderungen und Gesetzgebung die Zukunftsfähigkeit des Covered-Bond-Markts erhöht. Red.

Wer sich als Kaufinteressent oder professioneller Immobilieninvestor die aktuellen Finanzierungsbedingungen ansieht, wird mit einer schmerzhaften Realität konfrontiert. Seit ihren historischen Tiefstständen im Jahr 2021 haben sich die Finanzierungskosten verdreifacht. Was sind die Hintergründe für diese rasante Anpassung? Und welche Rückschlüsse lassen sich daraus für den Markt für Pfandbriefe und Covered Bonds ziehen?

„Whatever it takes“

Für die Antworten lohnt sich ein Blick auf die Zeit vor 2022. Ein maßgeblicher Grund für die damals anhaltende Niedrigzinsphase war die äußerst expansive Geldpolitik aller wesentlichen Zentralbanken. Die Lockerungen sollten wiederum die Nachwehen der Finanzkrise bekämpfen, um die Eurozone wirtschaftlich zu stabilisieren. Getreu dem Motto „Whatever it takes“ des früheren Präsidenten der Europäischen Zentralbank (EZB), Mario Draghi, hat die EZB dazu drei wesentliche Stellschrauben genutzt. Sie beließ den Refinanzierungszinssatz ganze sechs Jahre bis 2022 bei null Prozent. Dazu gab sie den Banken

im Euroraum die Möglichkeit, sich unter den TLTRO-Fenstern (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) de facto zu negativen Zinsen zu refinanzieren. Und schlussendlich trat die EZB mit ihren großvolumigen Ankaufprogrammen direkt am Kapitalmarkt auf, um die Refinanzierungskosten zu stabilisieren und damit die Realwirtschaft zu unterstützen.

In der Konsequenz traf damit ein künstlich reduzierter Refinanzierungsbedarf europäischer Banken im Kapitalmarkt auf die Nachfrage von institutionellen Investoren. Diese wiederum mussten faktisch mit der EZB um Anleihen konkurrieren, wodurch sich die Refinanzierungsspreads über viele Jahre nahe der „Nulllinie“ bewegten (siehe generischer Spreadgraph Abbildung 1).

Zentraler Bestandteil der Geldpolitik der EZB waren die bereits erwähnten und unter dem Oberbegriff APP (Asset Purchase Programmes) zusammengefassten Ankaufprogramme. Diese beinhalten auch – und jetzt kommen wir zum Kern unserer Überlegungen – das Ankaufprogramm für den Covered-Bond-Markt, das unter dem Namen CBPP3 (Third Covered Bond Purchase Programme) bekannt ist (siehe Abbildung 2).

Covered Bonds, in Deutschland bekannt als Pfandbriefe, sind durch Hypotheken oder öffentliche Schulden besichert und gelten als besonders sichere Anlageform. Dies wiederum macht sie zu einem wesentlichen Refinanzierungsinstrument für Banken, auch und gerade in Zeiten volatiler

Märkte. Die nachfolgende Gegenüberstellung verdeutlicht die Stabilität des Covered-Bond-Marktes im Vergleich zu ungedeckten Anleiheformaten (Abbildung 3).

Die herausragende Bedeutung des Pfandbriefs und seiner internationalen Covered-Bond-Pendants lässt sich an zwei Punkten ablesen. Zum einen gab es bereits vor dem APP und CBPP3 Ankaufprogrammen des Eurosystems, um diesen wichtigen Markt vor den Nachwehen der Finanzkrise zu schützen. Diese Vorgänger wurden in das neue CBPP3 überführt.

Herausragende Bedeutung des Pfandbriefs

Des Weiteren agierte die EZB bei Covered Bonds – im Gegensatz zum Staatsanleihemarkt – bereits im Primärmarkt als Käufer. Damit verfolgte sie das Ziel, die Refinanzierung und Kreditvergabe von Banken zu unterstützen und über die geldpolitische Transmission Wachstumsimpulse für die Realwirtschaft zu geben. In den Hochzeiten des Programms machte diese Nachfrage der EZB bis zu 60 Prozent des angestrebten Emissionsvolumen aus, welches anschließend bei der EZB bilanziert wurden und dem Markt nicht mehr zur Verfügung stand.

Im Jahr 2022 fand diese Entwicklung ein jähes Ende. Der Anstieg der Inflation, nicht zuletzt getrieben durch den tragischen

„Immobilieninvestoren werden aktuell mit einer schmerzhaften Realität konfrontiert.“

Ukrainekrieg und Lieferkettenengpässe, zwang die EZB zu einem abrupten Kurswechsel. Noch bevor sie sich konkret zu Zinserhöhungen durchringen konnte, wurden die Ankaufprogramme sukzessive zurückgefahren. Gleichzeitig wurden auch die TLTRO-Refinanzierungsfenster nicht erneuert, sodass Banken in der Eurozone sich wieder zu Marktkonditionen refinanzieren mussten (siehe Abbildung 4).

Wenig überraschend führte dies zu einer wahren Renaissance an Covered-Bonds-

DER AUTOR

PATRICK SEIFERT

Leiter Primary Markets & Global Syndicate, Landesbank Baden-Württemberg (LBBW), Stuttgart



und Pfandbriefemissionen, die im Jahr 2022 die Rekordmarke von 200 Milliarden Euro überstiegen. Auch im Jahr 2023 und 2024 hält dieser Trend relativ unvermindert an, sodass der Markt eindrucksvoll seine „Unabhängigkeit“ von der EZB unter Beweis gestellt hat. Stattdessen sind traditionelle und neue Investoren verstärkt zum Zuge gekommen, die auf normalisierten Zins- und Spreadniveaus wieder interessante Anlagemöglichkeiten bei Covered Bonds und Pfandbriefen finden. Dazu sprechen erhöhte geopolitische Risiken und mangelnde Liquidität in alternativen Anlageformen zusätzlich für eine Rückbesinnung auf den Klassiker.

Aber woher kommt diese Nachfrage? Zunächst bleibt es dabei, dass Deutschland und Österreich mit durchschnittlich über 30 Prozent der Käufer traditionell die größ-

„Die Investorenstruktur ist nach dem Rückzug der EZB deutlich vielfältiger geworden.“

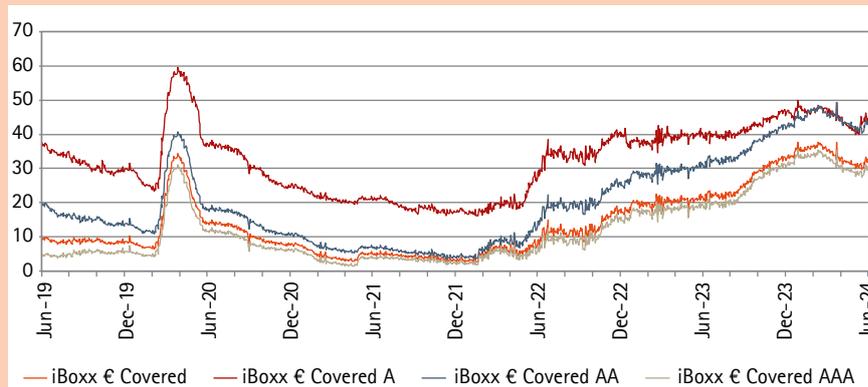
te Investorenbasis für Covered Bonds ausmachen. In heimischen Titeln erhöht sich die Nachfrage typischerweise sogar auf bis zu über 60 Prozent und verdeutlicht damit den Stellenwert des Pfandbriefs für Emittenten und Investoren gleichermaßen.

Doch bei näherer Betrachtung fällt auf, dass die Investorenstruktur von Covered Bonds nach dem Rückzug der EZB wieder deutlich vielfältiger geworden ist. Regulatorisch motivierte Käufer wie Banken und Sparkassen machen im Durchschnitt nur noch 45 Prozent aus und treffen am Markt wieder verstärkt auf Kapitalanlagegesellschaften, Versicherungen und Pensionskassen, die primär aus Renditeaspekten anlegen. Auch internationale Zentralbanken und offizielle Institutionen wie die Europäische Union bleiben dem Covered-Bond-Markt gewogen und führen in Summe zu einer stärkeren Preisdifferenzierung und letztlich zu intensiverem Wettbewerb zwischen Emittenten um Investorengelder. Dabei werden traditionelle Nord-Süd-Denkmuster in Frage gestellt: Portugiesische Covered Bonds erzielen Rekordnachfrage, während vereinzelte Emissionen im deutschsprachigen Raum während der Signa-Krise um Investoren bangen mussten.

Deutlich vielfältigere Strukturen

Solche Beispiele lassen sich auf die größere Vielzahl an Emittenten und Investoren aus

Abbildung 1: Spreadentwicklung Covered Bonds (gedeckte Schuldverschreibungen)



Quelle: Refinitiv, markit, LBBW Research

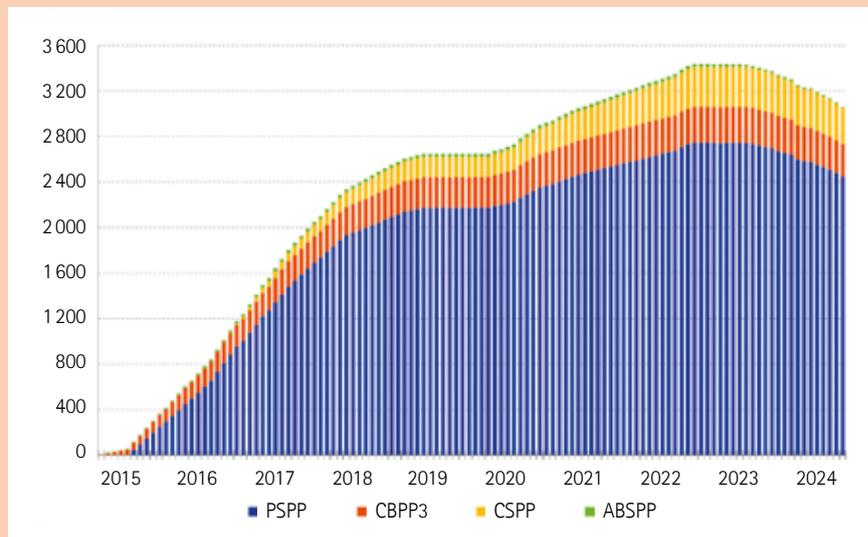
mehr Ländern zurückführen, die in Summe die Funktionsfähigkeit des Covered-Bond-Marktes erhöht haben und zu einer effektiveren Allokation von Kapital führen. Dies wird eindrucksvoll dadurch bestätigt, dass allein im bisherigen Jahresverlauf mit knapp 100 verschiedenen Banken eine Rekordanzahl an Covered-Bond-Emittenten den Markt erfolgreich für großvolumige Emissionen genutzt hat.

Dabei spielen auch die Qualitätsstandards des Marktes eine herausragende Rolle. Zweifelsohne sind die Rendite- und Performanceaussichten seit Rückzug der EZB deutlich attraktiver als vor dem Jahr 2022. Zur Wahrheit gehört aber auch, dass sich in der Niedrigzinsphase der Covered-Bond-Markt zukunftsfähig aufgestellt hat. Regu-

latorische Veränderungen haben die Kapitalausstattung von Banken generell gestärkt. Die Gesetzgebung in den europäischen Ländern im Zuge der Covered Bond Directive hat zudem einen wichtigen Mindeststandard etabliert, der dank Industrieinitiativen des Verband Deutscher Pfandbriefbanken und seines europäischen Pendant, des European Covered Bond Council, die Transparenz in dieser Assetklasse erhöht hat.

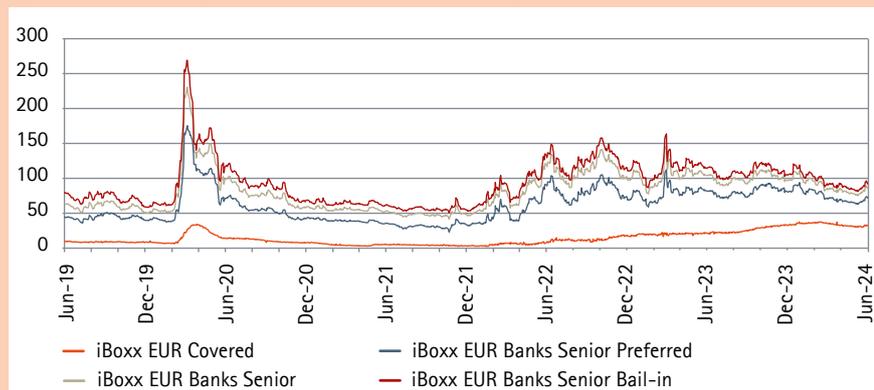
Konkrete Ausprägungen daraus sind beispielsweise grüne und soziale Pfandbriefe, die gezielt nachhaltige Projekte refinanzieren und damit investierbar machen. Die anstehende Überprüfung dieser Directive durch die Europäische Kommission dürfte für europäische Banken deshalb ohne nennenswerte Auswirkungen bleiben. Auch technologisch hat sich in der Zwischenzeit einiges getan. Digitalisierung erhöht zusätzlich die Transparenz für Investoren,

Abbildung 2: APP kumulierte Nettokäufe, nach Programm (in Milliarden Euro)



Quelle: Europäische Zentralbank

Abbildung 3: Spreadentwicklung Financials (gedeckte und ungedeckte Schuldverschreibungen)



Quellen: Refinitiv, markt, LBBW Research

macht Prozesse in der Abwicklung effizienter und trägt durch Investitionen zur bes-

„Die Qualitätsstandards des Marktes spielen eine herausragende Rolle.“

seren Preisbildung bei beratenden Banken wie der LBBW bei.

Lackmustest bestanden

Erste Lackmustests für den „EZB-losen“ Markt fanden innerhalb des letzten Jahres mit der Insolvenz der Signa Gruppe sowie den Niedergängen der Silicon Valley Bank und der Credit Suisse statt. In diesen Ausnahmesituationen zeigte sich der Markt insgesamt stabil und ermöglichte innerhalb

kurzer Zeit wieder Neuemissionen, obwohl der tatsächliche Umfang der genannten Krisen zu dem Zeitpunkt noch nicht überschaubar war. Einmal mehr bestätigt damit der Covered-Bond- und Pfandbriefmarkt seine Krisenresistenz und sein Investorenvertrauen. In Teilen gehen die genannten Krisen aber auch auf eine zu hohe Abhängigkeit von Niedrigzinsen zurück, die in einzelnen Industrien wie Gewerbeimmobilien und Einzelhandel noch Marktberichtigungen erwarten lassen. Insofern könnte die EZB im Nachhinein sogar bereuen, sich nicht früher aus dem Covered-Bond-Markt zurückgezogen zu haben.

„Es ist beruhigend, den Markt für Covered Bonds und Pfandbriefe in bester Gesundheit zu wissen.“

Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang übrigens auch, dass nationale Notenbanken des Eurosystems nach dem Ende der Ankaufprogramme vereinzelt immer noch in Covered Bonds investieren. Dies geschieht jedoch einzelfallspezifisch, in Abhängigkeit von Risiko-Ertrag-Überlegungen und in überschaubarer Höhe, damit daraus keine Marktbeeinflussung resultiert. Von einem „stillen“ Wiedereinstieg der EZB in den Markt kann deshalb keine Rede sein. Der Rückzug bleibt auch mit Blick auf die anhaltend erhöhten Inflationserwartungen in der Eurozone die einzig richtige Wahl.

Große Bedeutung für Banken und Refinanzierung

Vor dem Hintergrund der Bestrebungen zur Vollendung der europäischen Kapitalmarktunion bilden Pfandbriefe und Covered Bonds zweifelsohne einen wesentlichen Baustein zur Refinanzierung von Banken und damit der Realwirtschaft. Banken wie LBBW und Berlin Hyp nutzen und entwickeln aktiv den Pfandbriefmarkt.

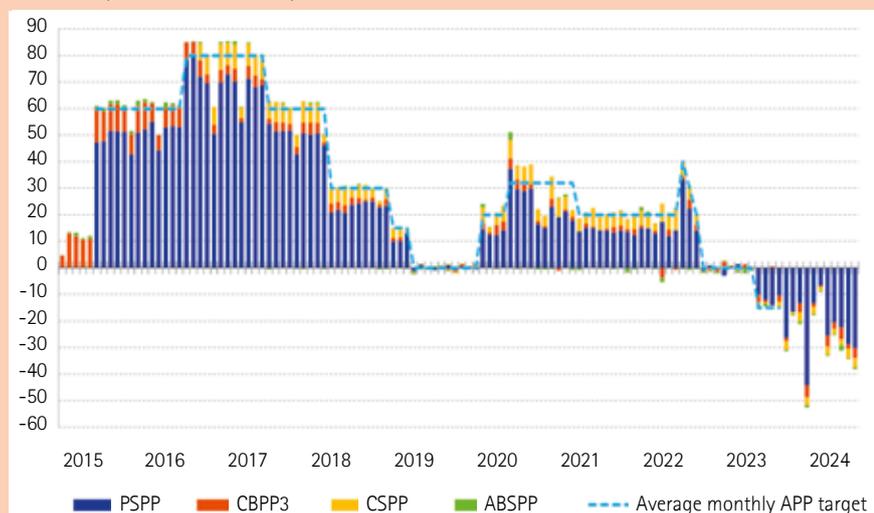
Als langjähriger Marktführer für Covered Bonds unterstützt zum Beispiel die LBBW

internationale Banken bei ihrem Marktzugang. Wesentliche Initiativen für bezahlbaren Wohnraum und die Transformationsfinanzierungen können in der Zukunft vermehrt über gedeckte Anleihen refinanziert werden. Sie tragen dazu bei, privates Kapital zu mobilisieren, Staatsbudgets zu entlasten und den europäischen Kapitalmarkt international relevanter und nachhaltiger zu machen.

Der deutsche Pfandbrief als Ursprung des knapp drei Billionen Euro großen Covered-Bond-Markt hat in über 250 Jahren viel erlebt. Auch die „japanischen Verhältnisse“ der Niedrigzinsphase hat er mit Bravour gemeistert. An Herausforderungen und Marktrisiken wird es auch in Zukunft nicht mangeln.

Angesichts steigender Staatsschulden und Zinslast, Demokratiekrise und Klimawandel ist es deshalb beruhigend, den Markt für Covered Bonds und Pfandbriefe in bester Gesundheit zu wissen. Danke, EZB – es war schön mit dir!

Abbildung 4: Nettokäufe von Vermögenswerten nach Programmen im Rahmen des APP (in Milliarden Euro)



Quelle: Europäische Zentralbank