

IMMOBILIEN FINANZIERUNG

— DER LANGFRISTIGE KREDIT —

1. Juli 2023
74. Jahrgang

Verlag Helmut Richardi
Frankfurt am Main

ISSN 1618-7741

DIGITALER
SONDERDRUCK

PFANDBRIEFE UND COVERED BONDS

**RÜCKZUG DER EZB – NACHFRAGE UND
INVESTORENVERHALTEN IM COVERED-BOND-SEGMENT**
VON DR. FREDERIK KUNZE, MELANIE KIENE UND STEFAN RAHAUS



PFANDBRIEFE UND COVERED BONDS

RÜCKZUG DER EZB – NACHFRAGE UND INVESTORENVERHALTEN IM COVERED-BOND-SEGMENT

Die EZB hat in den vergangenen Jahren den Covered-Bond-Markt als größter Aufkäufer geprägt und sicherlich auch ein Stück weit verzerrt, weil Real-Money-Investoren aus dem Markt gedrängt wurden. Entsprechend groß war die Aufregung, wie sich das Segment nach dem Rückzug der Zentralbank präsentieren würde. Die Aufregung war umsonst. Die Autoren konstatieren, dass sich Käufer am Markt gefunden haben, welche die Lücke schließen, die die EZB hinterlassen hat. Aktuell sind es vor allem die Treasury-Abteilungen von Banken, die als Käufer auftreten. Aber es gibt aus Sicht der Autoren auch einige Herausforderungen: Da ist zunächst der Trend zu kurzen Laufzeiten. Darüber hinaus spielen Renditeunterschiede wieder eine Rolle für die Investoren, der Pfandbrief beispielsweise wird als eher teuer im Vergleich zu Covered Bonds, die aus den anderen Kernländern der Eurozone heraus emittiert wurden, empfunden. Und es stellt sich natürlich die Frage, inwieweit ein sich veränderndes Zinsniveau auf die Kreditqualität von Covered Bonds auswirken kann. Das Fazit der Autoren fällt gut aus!

Red.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat dem Covered-Bond-Segment für einen Zeitraum von nahezu zehn Jahren unweigerlich ihren Stempel aufgedrückt. Diese Ära der Marktverzerrungen, welche sowohl auf der Nachfrageseite als auch in Bezug auf das Covered-Bond-Angebot hervorgerufen wurden, steht kurz vor ihrem Ende. Seit Anfang Juli 2023 nimmt das Eurosystem keine Reinvestitionen von, im Rahmen des Covered-Bond-Ankaufprogramms CBPP3, erworbenen Wertpapieren mehr vor.

Damit kehrt der bedeutende „preisinsensitive“ Investor schlussendlich auch diesem Segment den Rücken. Über die gesamte Laufzeit des CBPP3 haben sich bis zum Ende der Nettoankäufe unter dem Mantel des Wertpapierankaufprogramms (APP) am 1. Juli 2022 immerhin 302 Milliarden Euro an Covered Bonds angesammelt – zum Monatsende Juni 2023 standen immerhin noch 299 Milliarden Euro zu Buche.

Wie nicht zuletzt das äußerst dynamische Emissionsverhalten im Euro-Benchmark-Segment gezeigt hat, ist darüber hinaus auch der das Angebot belastende Effekt

der günstigen Refinanzierungen über die EZB (Stichwort TLTRO III) nicht mehr spürbar. Bot es sich doch für eine Vielzahl an Geschäftsbanken im gemeinsamen Währungsraum an, auf die EZB-Liquidität zurückzugreifen und damit weniger Covered Bonds öffentlich zu begeben.

Eine Dekade voller Marktverzerrungen

Aus Sicht der Emittenten hat die Möglichkeit der Begebung von Covered Bonds auch hier eine bedeutende Rolle gespielt. Schließlich konnten die Geldhäuser, die über ein entsprechendes Programm zur gedeckten Refinanzierung verfügten, die eigenen Emissionen als Sicherheiten beim Eurosystem hinterlegen. Covered Bonds wurden damit zwar „platziert“, aber dem Kapitalmarkt und damit den Investoren vorenthalten.

Zusammenfassend kann ohne Übertreibung festgehalten werden, dass die EZB das Covered-Bond-Segment regelrecht gekapert und eine große Investorenschar aus dem Markt herausgedrängt hat (so ge-

nanntes Crowding out). So ist der Covered-Bond-Markt in einer breiten Abgrenzung – also in verschiedenen Währungen und Formaten (Private Placements, öffentlichen Platzierung und einbehaltenen Emissionen) – zwar stetig gewachsen, allerdings ist ein immer größerer Anteil im Eurosystem „verblieben“ (Verwendung als EZB-Sicherheiten) oder wurde über das CBPP3 angekauft.

Am aktuellen Rand dürfen wir nunmehr wieder einen sehr dynamischen Primärmarkt beobachten. Dies gilt insbesondere für das Euro-Benchmark-Segment, welches sich durch öffentlich-platzierte Covered Bonds mit einem Volumen von mindestens 500 Millionen Euro kennzeichnet. Der vorgenannte Verdrängungseffekt gehört zudem mehr und mehr der Vergangenheit an. Diese Kombination einer sich zurückziehenden Notenbank sowie eines sehr hohen Emissionsaufkommens lenkt den Fokus unweigerlich auf die Investorensseite. Der „Crowding Out“-Effekt der EZB-Geldpolitik, der zur Verdrängung der Real-Money-Investoren geführt hat, ist immer weniger spürbar beziehungsweise verblasst. So drängt sich nunmehr die Frage auf, wie es auf Sicht der kommenden Monate mit der Investorennachfrage im Covered-Bond-Segment bestellt sein wird. Dieser Fragestellung möchten wir uns im Rahmen dieses Beitrags annähern.

Anekdotische Evidenz am Primärmarkt

Tatsächlich lassen sich schon seit längerer Zeit unmittelbare Konsequenzen des neuen geldpolitischen Kurses der EZB am Markt ablesen. Dies gilt zunächst vor allem anderen für den eingangs erwähnten Primär-

DER AUTOR

Dr. Frederik Kunze

Flooranalyst,
Norddeutsche Landesbank –
Girozentrale,
Hannover



Foto: Nord/LB



DIE AUTORIN

Melanie Kiene

Flooranalystin,
Norddeutsche Landesbank –
Girozentrale,
Hannover



Foto: Nord/LB



DER AUTOR

Stefan Rahaus

Flooranalyst,
Norddeutsche Landesbank –
Girozentrale,
Hannover



Foto: Nord/LB



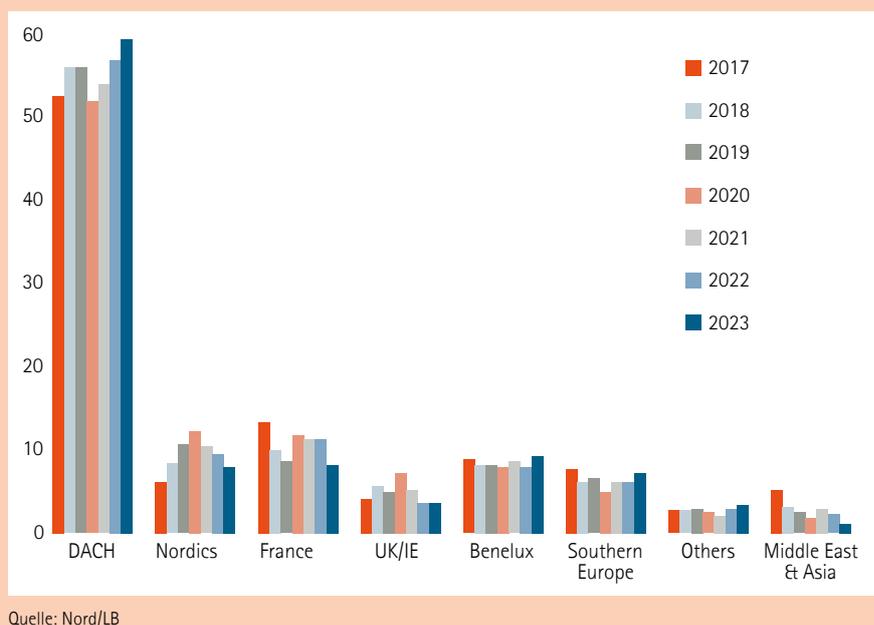
markt für Covered Bonds im Euro-Benchmark-Format. Dabei kann insbesondere die Allokation der Neuemissionsvolumina als Ergebnis des Nachfrageverhaltens der Investoren sowie der Zuteilungspräferenzen der Emittenten verstanden werden. Die Basis für diese Marktdaten stellen die Kommunikationen der Konsortialbanken im Nachgang von Primärmarkttransaktionen dar. Und in der aggregierten Betrachtung wird klar (Abbildungen 1 und 2), dass die Rückführung der Primärmarktorderquote des Eurosystems im Euro-Benchmark-Segment in einem deutlich geringeren Anteil der Kategorie „Zentralbanken und Offizielle Institutionen“ mündete.

In der jeweiligen Durchschnittsbetrachtung für die Jahre 2022 und 2023 wird zwar die Dynamik durch die einzelnen Rückführungsschritte – von 40 Prozent auf 30 Prozent im März 2022, weiter auf 20 Prozent im Juli 2022, auf 10 Prozent im März 2023 und auf 0 Prozent im April 2023 – nicht im Detail ersichtlich. Zu konstatieren ist aber, dass die schwindende Nachfrage der EZB am Primärmarkt den Zahlen folgend von den Emittenten beziehungsweise Syndikaten durch eine höhere Allokation in Richtung von Banken (und hier vor allem deren Treasury-Abteilungen) kompensiert wurde. Grundlage für diese Zuteilung müssen im Umkehrschluss selbstverständlich entsprechende Orders der Bankenseite gewesen sein, was mindestens für eine stabile, wenn nicht sogar dynamischere Nachfrage dieser Investorenkategorie spricht.

Eine weitere – durchaus drastische und unmittelbare – Konsequenz der neuen EZB-Geldpolitik ist der Schwenk der Emittenten auf das kürzere Ende der Kurve. Waren im Kontext der ultralockeren Geldpolitik und Negativzinsen extrem lange Laufzeiten von bis zu 30 Jahren noch eine Möglichkeit, der Investoreseite positive Renditen anzubieten, stellt sich das aktuelle Umfeld gänzlich anders dar. Kurze Laufzeiten dominierten nicht zuletzt deshalb das Geschehen am Primärmarkt, weil der negative Verlauf der Zinsstrukturkurve die Emittenten vor die Herausforderung einer historisch hohen Laufzeitprämie stellt, die von den Investoren aber zweifelsohne gefordert wird, um für den „Renditeabschlag“ am langen Ende kompensiert zu werden.

In einem Marktumfeld in dem nach wie vor jeder Basispunkt zählt, blieb das Gros der Emittenten hier lange Zeit zurückhaltend. Außer Acht gelassen werden darf in dieser Gemengelage aber auch nicht, dass Unsicherheiten geopolitischer beziehungsweise realökonomischer Natur genauso wie die Ungewissheit mit Blick auf den weiteren

Abbildung 1: Investoren aus der DACH-Region dominieren (in Prozent)



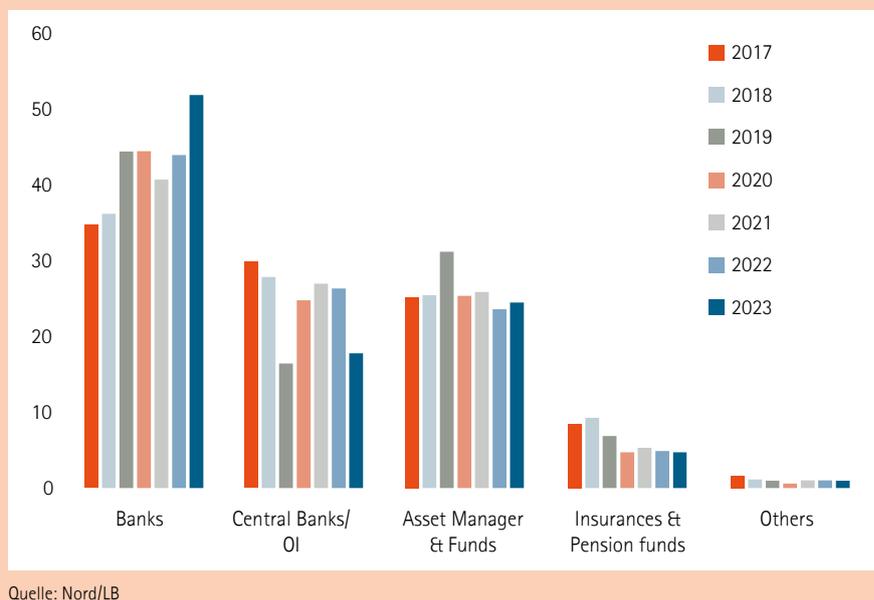
Zinspfad der EZB auf der Nachfrageseite im Mittel zu einer ausgeprägten Präferenz der kürzeren Laufzeiten geführt hat. So haben die Investoren im Zuge des Einschwenkens in den Zinserhöhungszyklus im Mittel weniger Duration gesucht – die kurzen Laufzeiten müssen auch hier als eine unmittelbare Folge des Investoreninteresses angesehen werden. Dies unterstreicht auch der vollzogene Wechsel von einem Verkäufermarkt in einen Käufermarkt. Eine Begleiterscheinung dieser Metamorphose am Primärmarkt waren sicherlich auch die anziehenden Neuemissionsprämien, die sich auch im Zuge eines insgesamt höheren und stetig steigenden Spreadlevels – wieder

einmal in der Durchschnittsbetrachtung – auf stabilen Niveaus gehalten haben.

Überlegungen zur Heterogenität der Investoren

Diese durchschnittliche beziehungsweise verallgemeinernde Betrachtung ist für die Analyse und Bewertung des Marktes durchaus wichtig. So darf also zunächst sehr wohl konstatiert werden, dass sich Käufer am Markt gefunden haben, welche die Lücke auf der Investoreseite schließen, die die EZB insbesondere beginnend am Primärmarkt hinterlassen hat. Zudem er-

Abbildung 2: Banken mit größtem Investorenanteil (in Prozent)





klärt sich – wie bereits dargelegt – auch die Präferenz für das kürzere Laufzeitende und eine sich wandelnde Nachfragedynamik. Für ein besseres Verständnis – vor allem auch im Hinblick auf die zukünftige Nachfrage nach Covered Bonds – gilt es aber sehr wohl, die unterschiedlichen Beweggründe beziehungsweise entscheidungsbestimmenden Faktoren nachzuvollziehen.

Als Zwischenfazit ist zunächst festzuhalten, dass nicht nur der sukzessive Wegfall der unmittelbaren verzerrenden Einflüsse auf der Angebots- und Nachfrageseite zu einem neuen Marktgleichgewicht geführt haben. Durch das sich verändernde Zinsniveau haben sich auch diejenigen Investoren wieder verstärkt dem Covered-Bond-Segment zugewandt, die einen klaren Fokus auf die Rendite ihrer Anleiheinvestitionen legen und weniger auf den Spread (gegenüber Swaps) fokussieren.

Bei der konkreten Anlageentscheidung spielen hier darüber hinaus die individuellen Erwartungen der Investoren eine bedeutende Rolle. Geht ein potenzieller „Rendite-Käufer“ von weiteren Zinsanhebungen aus, könnte er sich zunächst in Zurückhaltung üben, wenn es um Covered-Bond-Investments geht – oder zumindest den Fokus auf kürzere Laufzeiten mit einem geringeren Durationsrisiko legen. Zu bedenken ist in diesem Zusammenhang insbesondere die vergleichsweise hohe Spreadstabilität von Covered Bonds, was die unmittelbare Abhängigkeit der Rendite vom allgemeinen Zinsniveau unterstreicht und Bonitätsrisiken eher ausblendet. Wird andererseits tendenziell von fallenden Zinsen ausgegangen, bieten Covered Bonds mit längeren Laufzeiten die Möglichkeit, sich das Renditeniveau zu sichern – und das erneut bei einem im Vergleich zu unbesicherten Assetklassen geringeren Spreadrisiko.

Diese Heterogenität der Erwartungen kann als eine Ursache dafür angesehen werden, dass sich Covered Bonds mit nahezu identischem Spreadniveau am Primärmarkt trotz unterschiedlicher Laufzeiten auf nahezu identischem Renditeniveau einstellen. Neben den konkreten Zinserwartungen sind hier aber auch als weitere Auslöser die grundsätzlichen Anlagestrategien – vor allem in Bezug auf die Zielgrößen zur Duration des Portfolios – als Einflussgrößen zu nennen.

Stichwort „Relative Value“

Auch wenn der Covered Bond als vergleichsweise stabiles Investment im Hinblick auf die Spreadvolatilität anzusehen ist, kommt den Spreads im Covered-Bond-Seg-

ment dennoch eine sehr hohe Bedeutung zu. Und tatsächlich durften wir in der jüngeren Vergangenheit auch in diesem Zusammenhang eine bemerkenswerte Beobachtung machen. Der Rückzug der EZB hat zu einem nennenswerten Repricing am Covered-Bond-Markt geführt. Die restriktivere Gangart der Notenbank hat schließlich die Kompressionen der Spreadunterschiede zwischen den einzelnen Covered-Bond-

„Der „Crowding Out“-Effekt der EZB-Geldpolitik ist immer weniger spürbar.“

Jurisdiktionen umgekehrt. Das Schlagwort „Relative Value“ – insbesondere im Vergleich zu Rates-Produkten wie Staatsanleihen oder anderen Bonds aus dem Segment Public Issuer/SSA – greift mehr Raum.

Aber auch innerhalb der Assetklasse Covered Bonds haben tektonische Verschiebungen eingesetzt. In der Folge notieren beispielsweise französische Covered Bonds mit einem nennenswerten Aufschlag gegenüber Pfandbriefen, ohne dass es hier zu einer fundamentalen Veränderung bei der einen oder anderen Teilmenge des Covered-Bond-Marktes gekommen ist. Wir würden diese Spreadausweitung eher als eine „Back-to-normal“-Bewegung bezeichnen. Für die Investorensseite war, ist und wird in diesem Kontext von Bedeutung sein, ab welchem Zeitpunkt das Repricing abgeschlossen ist. Für eine Vielzahl an Investoren erscheinen nunmehr beispielsweise Pfandbriefe eher teuer im Vergleich zu Covered Bonds, die aus den anderen Kernländern der Eurozone heraus emittiert wurden.

Der Repricing-Prozess als Folge des „Quantitative Tightening“ dürfte weitgehend abgeschlossen sein. Das bedeutet im Umkehrschluss aber auch, dass für die perspektivische markttechnische Betrachtung jurisdiktionspezifische Faktoren, wie zum Beispiel das Nettoangebot, eine größere Bedeutung haben werden. Für die Fragestellung, wie sich die Investorennachfrage nunmehr weiter entwickeln könnte, spielen damit auch Sättigungseffekte oder zunehmende Linienauslastungen auf Emittenten- und Jurisdiktionsebene eine größere Rolle. Zu beobachten ist dies nicht zuletzt an den tendenziell erfolgreicherem Deals mit einer zuvor festgelegten Emissionsgröße (WNG = will not grow) oder mit einem ESG-Hintergrund (da hier „neue“ Investoren hinzukommen). Dieser Knappheitsgedanke hatte noch im Jahr 2022 eine weitaus geringere Relevanz für die Inves-

torennachfrage und letztlich das Pricing am Primärmarkt.

Vorausschauend ist davon auszugehen, dass die stärkere Differenzierung in den Spreads bezogen auf die Laufzeiten aber auch im Hinblick auf die jeweiligen Jurisdiktionen (bis hin zu den Emittenten) auch die Investorennachfrage bestimmen wird. Dabei soll natürlich die Interdependenz der Spreads und der Nachfrage nicht außen vor gelassen werden. Das heißt, dass das Investorenverhalten die Spreads beeinflusst und umgekehrt. Dessen unbeschadet gilt aber weiterhin, dass es auch ein „Gleichgewicht“ gibt, bei dem beispielsweise Pfandbriefe durch einen ausgeprägten „Home Bias“ – also die wenig preiselastische Nachfrage aus Deutschland – vergleichsweise teuer bleiben.

Was kommt nach dem Repricing?

Wie bereits erwähnt, befindet sich der Covered-Bond-Markt in einem sehr späten Stadium des Repricings. Damit endet auch die Phase einer insgesamt eher vorhersagbaren Spreadentwicklung. Diese schließt neben den von der EZB-Geldpolitik direkt betroffenen Covered Bonds aus dem Euroraum auch andere Jurisdiktionen mit ein. Es wurde bereits das jurisdiktionspezifische Nettoangebot als ein Faktor benannt. Doch perspektivisch dürfen auch andere Bestimmungsfaktoren der Investorennachfrage nicht ignoriert werden, wobei auch hier ein Zusammenhang zur EZB-Geldpolitik hergestellt werden kann.

So richtet sich der Fokus der Marktteilnehmer verstärkt auf die Fragestellung, in wie weit ein sich veränderndes Zinsniveau (nicht nur im Euroraum) auf die Kreditqualität von Covered Bonds auswirken kann. Rasant gestiegene Zinsen und fallende Immobilienpreise lenken die Aufmerksamkeit insbesondere in diejenigen Jurisdiktionen, die über hohe Anteile an variablen Verzinsungen bei Hypothekendarlehen verfügen, auf mögliche Störungspotenziale bei den Cash Flows der Deckungsstöcke.

Die grundsätzlichen negativen Begleiterscheinungen auf den Bankenmarkt – zu denken ist hier unter anderem an das in vielen Jurisdiktionen nicht deckungsstockrelevante Exposure der Kreditinstitute gegenüber dem Markt für gewerbliche Immobilienfinanzierungen – können zudem die Kreditqualität der emittierenden Bank be-

lasten. Wir rechnen ausdrücklich nicht mit einer fundamentalen Verschlechterung der Kreditqualität von Covered Bonds beziehungsweise deren Ratings. Gleichwohl sind stimmungsgetriebene Ausweitungen nicht auszuschließen, die auf diese Marktbeobachtungen beziehungsweise Bedenken zurückzuführen sind. In der Folge könnte sich auch im Rahmen einer „selbsterfüllenden Prophezeiung“ für einige Jurisdiktionen eine zwar vorübergehende, aber signifikante Spreadausweitung einstellen.

In Summe ist also das Ende des Repricing-Zyklus als Ausgangspunkte für eine heterogenere Spreadentwicklung zu verstehen – sei es nun das Angebot-Nachfrage-Verhältnis oder die von Headlines getriebene Stimmungslage. Und damit spielt hier die Investorennachfrage eine bedeutende Rolle, wobei erneut den Anlagekriterien und Benchmarks der Investoren eine hohe Bedeutung beizumessen ist. So kann beispielsweise ein spanischer Investor in einem italienischen Covered Bond ein attraktives Investment sehen, wenn er diesen relativ zu spanischen Staatsanleihen betrachtet. Ein Bankinvestor aus den Niederlanden würde hier eher eine Staatsanleihe Italiens gegenüber dem Covered Bond bevorzugen, da bei einer günstigeren regulatorischen Behandlung (0 Prozent Risikogewicht versus bestenfalls 10 Prozent im Kreditrisikostandardansatz) bei italie-

nischen Staatsanleihen ein höherer Spread generiert würde.

Die gesamte Nachfrageseite setzt sich aus einer Vielzahl dieser und weiterer Anlagemotive zusammen, wobei auch die Schar der Investoren sich stetig verändert. Es ist davon auszugehen, dass das Covered-Bond-Segment noch einen anzahlmäßigen Nettozuwachs an Investoren erfährt. Dies spricht dafür, dass die EZB-Lücke perspektivisch auch bei einem anhaltend hohen Emissionsaufkommen geschlossen werden kann. Aus der ausgeprägten Preiselastizität der Gesamtnachfrage sowie den unterschiedlichen Anlagemotiven beziehungsweise -kriterien der individuellen Investoren lässt sich aber durchaus eine spezifischere Spreadanforderung ableiten.

Für den Primärmarkt heißt dies, dass nicht jeder Deal „erfolgreich“ über die Bühne gehen muss. Es ist außerdem davon auszugehen, dass der weitere Vorstoß der Emittenten in den Teilbereich längerer Laufzeiten sowohl auf der Investoren- als auch auf der Emittentenseite Gewinner hervorbringen wird. So wird der ein oder andere Emittent seinen Deal teurer bezahlen müssen, während Investoren auch damit rechnen müssen, dass eine Sekundärmarkt-Performance ausbleibt. Der Markt trennt dann dort die Spreu vom Weizen, wo die EZB vielleicht nicht so genau hingeschaut hat.

Die Frage der Reaktion der Nachfrageseite auf den Rückzug der EZB wird uns in Teilen bereits seit einigen Monaten beantwortet. Das überrascht kaum, da sich die Notenbanker aus Frankfurt sukzessive vom Covered-Bond-Markt „abwenden“. Dabei hatten sie oftmals auch die diesbezüglichen Erwartungen der Marktteilnehmer im Blick und haben einem „frikionslosen“ Rückzug eine hohe Bedeutung beigemessen. Wie wird sich nun die Investorensite nach dem Ende der Reinvestitionen verhalten? Von hoher Bedeutung ist hierbei, dass die aktuellen Spreads bereits das Ende der Wiederanlagen weitgehend eingepreist haben dürften. Entsprechend gibt es nicht mehr viel Potenzial für Repricing.

In die Zukunft blickend ist die Investorensite tatsächlich wieder in einer deutlich stärker preisbestimmenden Rolle. In diesem Zuge kann aber sehr wohl unterstellt werden, dass frei nach dem „Say'schem Gesetz“ das Angebot seine Nachfrage schafft, notfalls über den Preis. Was heißt das für die Spreadentwicklung vom heutigen Standpunkt aus? Die kurze Antwort ist: Es kommt auf die jeweilige Jurisdiktion beziehungsweise den jeweiligen Emittenten an, da die Investoren dem Covered-Bond-Markt zwar erhalten bleiben beziehungsweise dieser sogar eher noch etwas Zulauf erhält, aber die Investoren insgesamt etwas wählerischer werden. 