

IMMOBILIEN FINANZIERUNG

— DER LANGFRISTIGE KREDIT —

DIGITALER
SONDERDRUCK

PFANDBRIEFE UND COVERED BONDS

WAS BESTIMMT DEN RELATIVE VALUE VON
PFANDBRIEFEN UND COVERED BONDS GEGENÜBER
UNBESICHERTEN BANKANLEIHEN?

DR. FREDERIK KUNZE UND JULIEN MARCHAND



PFANDBRIEFE UND COVERED BONDS

WAS BESTIMMT DEN RELATIVE VALUE VON PFANDBRIEFEN UND COVERED BONDS GEGENÜBER UNBESICHERTEN BANKANLEIHEN?

Das Primärmarktjahr 2024 am Pfandbriefmarkt war von zahlreichen Herausforderungen geprägt. Das Übermaß an Regulierung, die politische Unsicherheit durch Neuwahlen in Deutschland sowie die zunehmenden geopolitischen Krisen und Risiken lasteten auf dem Emissionsklima. So lag das Emissionsvolumen der vdp-Mitgliedsinstitute zwar über den konservativen Prognosen, verfehlte mit insgesamt 57,3 Milliarden Euro das Vorjahresvolumen allerdings recht deutlich. Während der Pfandbrief unbestritten mit Blick auf Liquidität, Qualität und Sicherheit hoch attraktiv ist, hat er etwas an relativer Attraktivität gegenüber anderen Assetklassen wie Bundeswertpapieren oder unbesicherten Bankanleihen eingebüßt. Die beiden Autoren erläutern in diesem Beitrag die wesentlichen Gründe für die geringer gewordenen Spreadabstände. Wesentlicher Treiber ist ihren Beobachtungen nach die Nachfrageseite.

Red.

In den vergangenen zehn bis fast 15 Jahren fehlte es nicht an strukturellen Veränderungen beziehungsweise Regimewechseln am globalen Covered-Bond-Markt. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf Sonderfaktoren, die die Spreadlandschaft nachhaltig prägten und zum Teil weiterhin prägen. Zu denken ist hier zwar zuallererst an den verzerrenden Einfluss der Geldpolitik des Eurosystems, der sich sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite materialisiert hatte.

Durch die schrittweise Normalisierung der geldpolitischen Gangart der europäischen Währungshüter haben sich diese Verzerrungen bereits in einem großen Ausmaß zurückgebildet und der Covered-Bond-

Markt hat ebenfalls gewissermaßen an „Normalität“ zurückgewonnen. Dies wurde beispielsweise beim Blick auf die am Markt beobachtbaren Spreads offenkundig. Innerhalb der Assetklasse Covered Bonds hat die durch die EZB-Geldpolitik angetriebene Spreadkompression in diesem Kontext insgesamt spürbar nachgelassen.

Sonderfaktoren beeinflussen Spreadentwicklung

Die genannte Normalisierung betraf außerdem die Spreadabstände zu den angrenzenden Assetklassen (Public Issuers/SSA und Senior Unsecured Bonds). Stark verallgemeinert ließen sich Covered Bonds und Pfandbriefe mit Blick auf die Spreads zwischen den Anleihen der öffentlichen Emittenten (enger als Covered Bonds) und den ausstehenden Senior Unsecured Bonds der Kreditinstitute (weiter als Covered Bonds) „einsortieren“, was allein vor dem Hintergrund der regulatorischen Behandlung der verschiedenen Anleihen und deren Risikoprofil zurückzuführen war.

Spätestens im dritten Quartal 2024 schoben sich jedoch erneut übergeordnete Marktentwicklungen ein, die abermals für eine strukturelle Veränderung bei der Spreadentwicklung verantwortlich waren. Der Strukturbruch kam diesmal weniger unmittelbar aus Richtung der Geldpolitik. Vielmehr war es der Abstand zwischen Bundesanleihen und den EUR-Swapsätzen, welcher die relative Attraktivität insbesondere von Covered Bonds und Pfandbriefen nachhaltig schmälert. Bedingt unter anderem durch relative Knappheiten und starkes „Marktsehen“ auf Seiten der Bundesanleihen lag der Bund-Swap-Spread für

einen sehr langen Zeitraum auf einem hohen Niveau, was dem Relative Value von gedeckten Anleihen sehr zuträglich war.

Dieser Preisabstand engte sich im Verlauf des Jahres 2024 immer stärker ein und tauchte beispielsweise für das mit Blick auf das Covered-Bond-Segment sehr relevante zehnjährige Laufzeitband Anfang November unter die Nulllinie (vgl. Abbildung 1). Dies hing vor allem mit einer schwächelnden deutschen Volkswirtschaft, aber auch mit der Antizipation von höherer Neuverschuldung aufgrund von Investitionen in Infrastruktur und Verteidigung zusammen.

Aus Relative-Value-Gesichtspunkten erschienen Covered Bonds und Pfandbriefe für eine Vielzahl von Investoren weitaus weniger attraktiv als die Emissionen öffentlicher Emittenten. Dieser Druck auf die relative Attraktivität von Covered Bonds und Pfandbriefen gegenüber der Assetklasse der öffentlichen Emittenten blieb auch nicht ohne Folgen für den Relative Value von Covered Bonds und Pfandbriefen gegenüber unbesicherten Bankanleihen. Diese und weitere Bestimmungsfaktoren für den Preisabstand zwischen gedeckten und ungedeckten Bankanleihen möchten wir nachfolgend vorstellen und diskutieren.

Eine Bestandsaufnahme

Wie eingangs thematisiert stand die relative Attraktivität von Pfandbriefen und Covered Bonds gegenüber Emissionen der öffentlichen Hand spätestens im dritten Quartal 2024 unter Druck. Exemplarisch lässt sich dies unter anderem am Renditeabstand zwischen Pfandbriefen und KfW-Anleihen im EUR-Benchmarkformat darstellen (vgl. Abbildung 2). Diese Entwicklung hat auch zu einer erhöhten Unsicherheit auf Seiten der Covered-Bond-Emittenten beziehungsweise der Syndikate der mandatierten Banken geführt – insbesondere in Bezug auf das „faire Pricing“ einer Neuemission.

Auf Basis des in diesem Zeitraum am Sekundärmarkt zu beobachtenden Spreadniveaus erschienen Covered-Bond-Primärmarktdeals als zu teuer. In der Folge hat sich die Dynamik am Primärmarkt für gedeckte Bankanleihen spürbar abgeschwächt.

DER AUTOR

DR. FREDERIK KUNZE

International Sales,
Norddeutsche Landesbank –
Girozentrale, Hannover



Foto: Nord LB

DER AUTOR

JULIEN MARCHAND

DCM Origination, Nord-
deutsche Landesbank –
Girozentrale, Hannover



Foto: Nord LB

in

in

Dieses „Phänomen“ war am Markt für ungedeckte Bankanleihen (also Senior Preferred Bonds und Senior Non-preferred Bonds) nicht im gleichen Ausmaß zu beobachten. Aus Emittentensicht ist dies nicht zuletzt deshalb wenig überraschend, weil sich der Preisabstand zwischen der gedeckten und ungedeckten Ware nach wie vor auf einem niedrigen Niveau befand.

Im Hinblick auf die Relative Value-Bestandsaufnahme zwischen Covered Bonds und Financials betrachten wir nachfolgend die Abstände beim Z-Spread auf Basis der breit angelegten Bloombergindizes für Financials (Euro Aggregate Financials TR Unhedged Index) sowie für Pfandbriefe (Covered Bonds EUR Germany TR Unhedged EUR) und französische Covered Bonds (Covered Bonds EUR France TR Unhedged EUR). Die Einengung bei der Spread Differenz zwischen den gedeckten und ungedeckten Bankanleihen lässt sich auch für diese aggregierte und stark verallgemeinerte Betrachtungsweise eindrücklich ablesen (vgl. Abbildung 3). Wie sich diese Entwicklung erklären lässt, möchten wir nachfolgend erläutern.

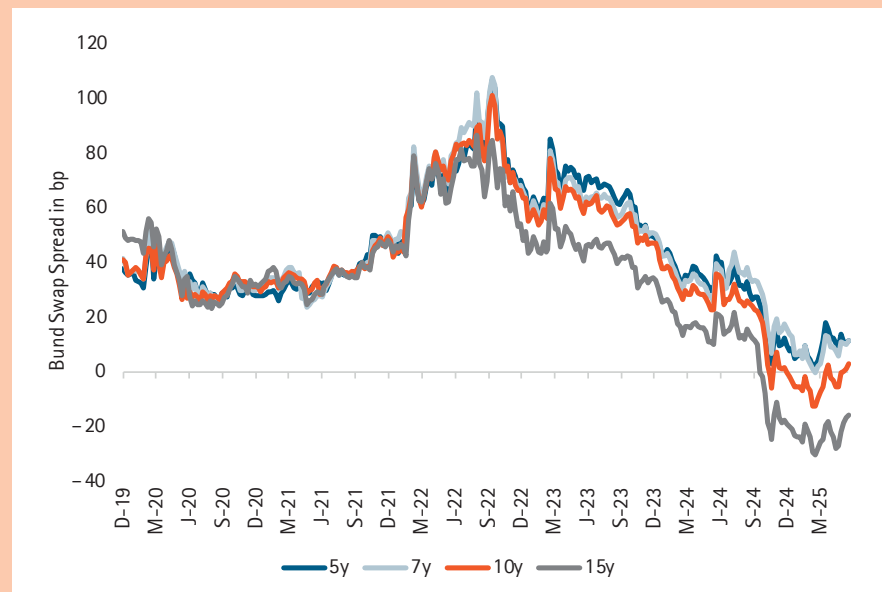
Nachfrageverhalten: Heterogenität auf der Investorensseite

Der Verlauf des Bund-Swap-Spreads hat abermals eine Neuordnung des Relative-Value-Gefüges bei den Assetklassen Public Issuers/SSA und Covered Bonds ausgelöst. Auf das Segment der Financials hat dieser Strukturbruch hingegen nicht im gleichen Ausmaß gewirkt, was auch dazu geführt hat, dass sich die Spread Differenz zwischen Covered Bonds und Seniors weiter eingengt hat.

Die Preisabstände zwischen Covered Bonds und den unbesicherten Bankanleihen lassen sich aus der Nachfrageperspektive grundsätzlich zunächst dadurch erklären, dass sich die Investorensseite mit Blick auf die beteiligten Anleger beziehungsweise deren Anlageuniversen unterscheidet. So werden Covered Bonds durch das Gros der Investoren mit dem „Ratesuniversum“ verglichen beziehungsweise bilden häufig Staatsanleihen und staatsnahe Emittenten die Benchmark für Covered Bonds.

Ein anschauliches Beispiel der jüngeren Vergangenheit ist der französische Markt: Mit dem Aufkeimen von Sorgen über die fiskalische und politische Lage in Frankreich standen zunächst die Staatsanleihen der zweitgrößten Volkswirtschaft der Eurozone immer stärker unter Druck. Die Ausweitungstendenzen schlugen sukzessive auch

Abbildung 1: Bund Swap Spread



Quelle: NORD/LB, Bloomberg, F. Kunze/J. Marchand

auf andere staatsnahe Titel in Frankreich durch. Vor diesem Hintergrund richtete sich der Fokus der Marktteilnehmer zunehmend auch auf französische Covered Bonds und deren „faire Bewertung“ am Markt.

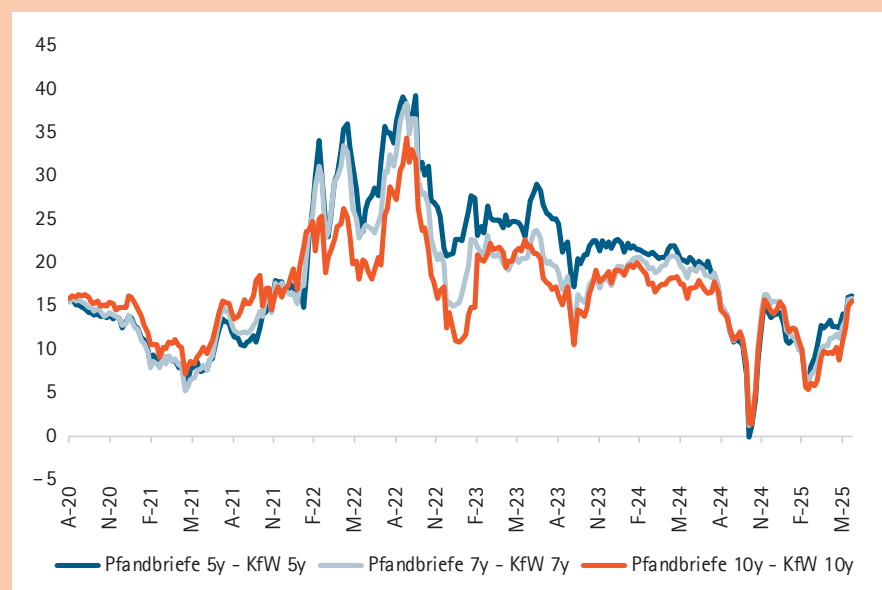
Ausweitungen bei den Spreads für gedeckte Anleihen aus Frankreich ließen sich dabei über zwei Wirkungswege erklären. So könnte sich erstens die Kreditqualität der Emittenten beziehungsweise der Deckungswerte (unter anderem ausgelöst durch eine Verschärfung der fiskalischen Lage in Frankreich) verschlechtern. Zweitens engt sich eben durch weitere OAT-Spreads der Preis-

abstand zwischen den Staatsanleihen und den Covered Bonds ein, was die (relative) Attraktivität von Covered Bonds für diejenigen Investoren schmälert, die vornehmlich auf die regulatorisch präferierten Anleihen aus dem Covered Bond- und SSA/Public Issuer-Universum ausgerichtet ist.

Eher kreditrisikospezifische Faktoren

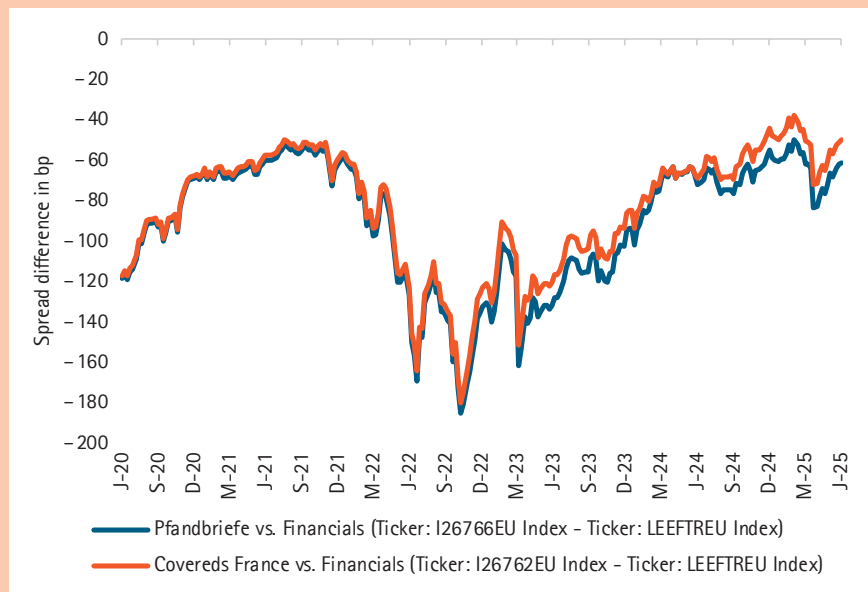
Aus einer fundamentalen Betrachtung heraus stehen bei den unbesicherten Bankanleihen aus Investorensicht häufig Faktoren wie die Finanzstärke des Emittenten, dessen Ge-

Abbildung 2: Renditedifferenz Pfandbriefe versus KfW (generics)



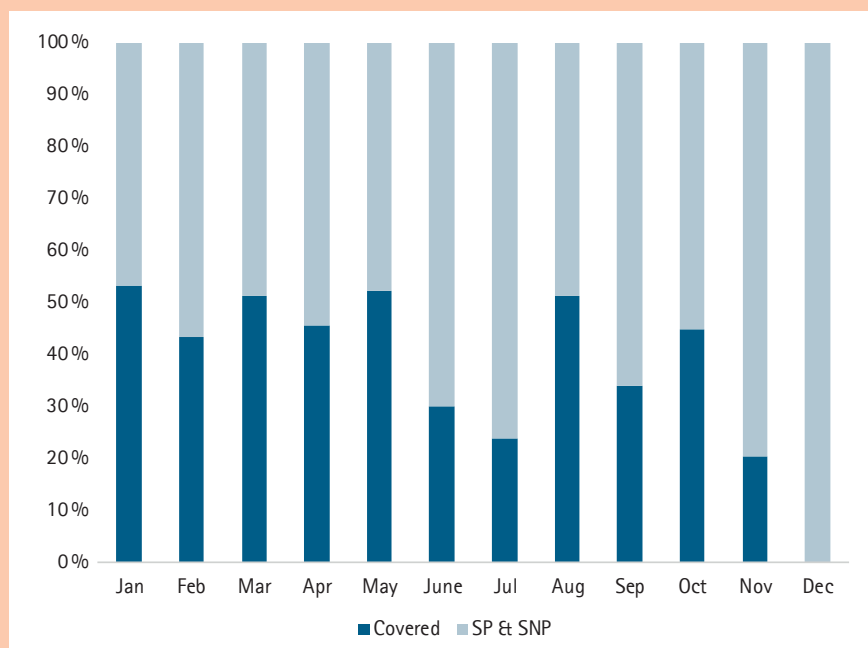
Quelle: NORD/LB, Bloomberg, F. Kunze/J. Marchand

Abbildung 3: Pfandbriefe versus Agencies und Pfandbriefe versus Financials



Quelle: NORD/LB, Bloomberg, F. Kunze/J. Marchand

Abbildung 4: Emissionsanteil Covered versus SP & SNP (2024; EUR BMK)



Quelle: Marktdaten, Nord LB

schäftsmodell und weitere kreditrisikospezifischen Faktoren im Vordergrund. Haben sich die Kreditinstitute hier zuletzt mit einem verbesserten beziehungsweise stärkeren Profil präsentiert (unter anderem durch eine deutlich verbesserte Ertragslage) spricht dies tendenziell eher für engere Spreads aufgrund einer niedrigeren Risikoprämie.

Im Covered-Bond-Segment spielen diese Creditfaktoren (mit gewissen Ausnahmen) eher eine nachgelagerte Rolle. Vielmehr wird stärker auf die jeweiligen Jurisdiktion

nen referenziert. Ein starker Fokus liegt hier auf den jeweiligen Covered-Bond-Rahmenwerken sowie der heimischen Investorenbasis (Stichwort: Home Bias), was auch die traditionell engen Spreads von deutschen Pfandbriefen erklärt.

Als einen weiteren Faktor, der als spreaddämpfend angesehen werden kann, ist außerdem das explizite Anlageverhalten von Banken anzusehen. So dürfte eine geringere Dynamik bei der Kreditvergabe einige Institute dazu bewegen beziehungsweise be-

wegt haben, ihr Kreditersatzgeschäft auszuweiten. Diese Anlageform wäre dann weniger Teil des regulatorisch ausgelegten Treasuries, sondern vielmehr ein stärker von Renditeerwägungen geleiteter Bereich. In diesem Zuge sollten auch unbesicherte Bankanleihen in den Fokus rücken, da sie rendite- beziehungsweise spreadmäßig über den Einstandssätzen der Banken liegen.

Als übergeordnete Einflussfaktoren auf die Senior Spreads sind außerdem die globale Wirtschaftsaktivität und sowohl das allgemeine als auch das bankenspezifische Risikositement anzuführen. Mit Blick auf das Covered-Bond-Segment sind die Sensitivitäten weniger stark ausgeprägt. Die Senior Spreads hingegen haben sich beispielsweise im Zuge der Marktverwerfungen durch die „Liberation Day“-Ankündigungen des US-Präsidenten Donald Trump stark ausgeweitet, sich zuletzt aber wieder spürbar eingengt. Diese Gegenbewegungen wurden nicht zuletzt durch die insgesamt robuste Verfassung des globalen Bankensektors begünstigt.

In Summe begünstigt die Anlagenseite eher einen engen Spread zwischen gedeckten und ungedeckten Bankanleihen. Der bedeutendste Einflussfaktor in dieser Relative-Value-Betrachtung ist der Druck auf die Covered Bonds aus Richtung der Spreadniveaus der staatsnahen Titel in Kombination mit der Marktsegmentierung auf der Investorenseite.

Angebotsverhalten: Emittenten achten auf „Pricing“ und „Timing“

Tatsächlich dürfen die Interdependenzen zwischen der Angebots- und Nachfrageseite nicht außen vorgelassen werden. So impliziert ein niedrigerer Spreadabstand zwischen gedeckten und ungedeckten Bankanleihen schließlich nicht nur in einer modellbasierten Welt ein höheres Emissionsvolumen an Senior Unsecured Bonds. In der Folge müsste dieses höhere Angebot dazu führen, dass die Senior Spreads sich ausweiten. Allerdings wird dieser Spreadanstieg allein schon durch die zuvor diskutierten Gegebenheiten und Segmentierungen auf der Nachfrageseite gedämpft.

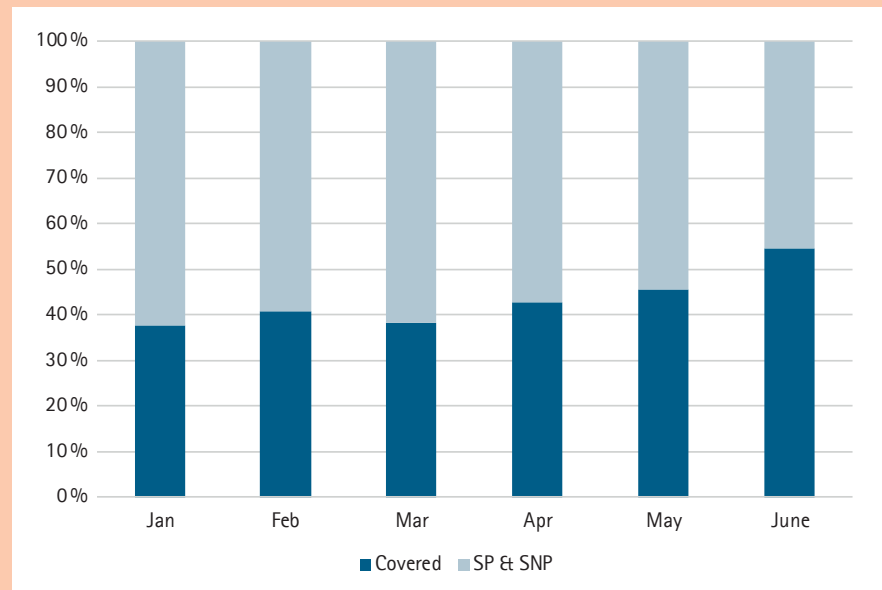
Hinzu kommen Erwägungen der Emittenten, die selbst bei einem dezenten Spreadanstieg bei den Seniors den Schwenk auf die gedeckte Refinanzierung noch nicht auslösen sollten. So müsste erstens der Spreadanstieg bei den Ungedeckten entsprechend stark ausgeprägt sein, damit es – unter Berücksichtigung der Programmkosten bei Covered Bonds – im signifikanten

Ausmaß vorteilhaft ist, die Refinanzierung über gedeckte Emissionen vorzunehmen. Zweitens ist die Bedeutung des Timings nicht zu unterschätzen. Einige Emittenten tendieren dazu, sich zunächst mit dem „schwierigeren“ Produkt Senior Unsecured an den Markt zu begeben, da eine Covered Bond-Emission in sehr turbulenten Marktphasen und einer damit verbundenen sehr hohen Risikoaversion ein geringeres Exekutionsrisiko aufweist.

Darüber hinaus begünstigen regulatorische Erwägungen (Stichwort: MREL) die Emissionen von Senior Unsecured Bonds. Insbesondere in einem strukturellen Marktumfeld, in dem der Fundingbedarf durch eine geringe Dynamik bei der Neukreditvergabe (auch im Immobiliensegment) zurückhaltend bleibt, können sich die Anteile der Senior Bonds bei den Neuemissionen gegenüber Covereds erhöhen – ohne aber gleichzeitig einen signifikanten Anstieg der Senior Spreads auszulösen. Hohe Zuwächse auf Seiten der Depositen (vielleicht besser: Einlagen) bei den Kreditinstituten drücken ebenfalls insgesamt den Bedarf an Wholesale Funding. In den Abbildungen 4 und 5 werden die Emissionsdynamiken am Primärmarkt für Covered Bonds und Senior Unsecured Bonds gegenübergestellt. Dabei fällt insbesondere das „schwache“ Jahresende 2024 am Covered-Bond-Primärmarkt auf.

Die zurückhaltenden Emissionen bei Covered Bonds sind allerdings nicht als Auslöser für Einengungen bei den Spreads für die gedeckte Ware anzusehen. Dies lässt sich auch mit dem Relative-Value-Ansatz begründen, was bereits zu Beginn des Artikels aufgeworfen wurde. Entsprechend sehen wir aus Richtung des Emissionsverhaltens der Kreditinstitute einen weniger starken Einfluss auf den Relative Value von

Abbildung 5: Emissionsanteil Covered versus SP & SNP (2025 ytd; EUR BMK)



Quelle: Marktdaten, Nord LB

Covered Bonds und Pfandbriefen gegenüber Senior Unsecured Bonds.

Erklärung für die Spreadabstände

Die historisch gesehen niedrige Spread-differenz zwischen gedeckten und ungedeckten Bankanleihen lässt sich vornehmlich durch die Nachfrageseite erklären. Bedeutende Einflussfaktoren sind auf Seiten der Relative-Value-Bewertung von Covered Bonds und Pfandbriefen gegenüber Emissionen der öffentlichen Hand zu verorten. Die Investoren, die sich auf ungedeckte Bankanleihen fokussieren, orientieren sich eher an kreditrisikospezifischen Faktoren als an der regulatorischen Behandlung.

Ein insgesamt nicht übermäßig stark ausgeprägtes Nettoneuangebot sowohl bei der gedeckten als auch bei der ungedeckten Refinanzierung begrenzt außerdem das Potenzial von Spreadausweitungen. Ein zusätzlicher dämpfender Effekt sind die insgesamt hohe Liquidität im Markt sowie Aktivitäten von Bankinvestoren im Kreditsatzgeschäft. Bezogen auf die Frage, inwiefern sich für die Relative-Value-Betrachtung bei den Bankanleihen ein neuerlicher Regimewechsel einstellt, wäre der Fokus vor allem auf eine weitere Normalisierung auf Seiten des Bund-Swap-Spreads, einen weiteren Rückgang der Liquidität im Markt oder aber ein sich stark und nachhaltig veränderndes Risikosentiment zu richten.