

Sonderbeilage: Volks- und Raiffeisenbanken – 72. Bankwirtschaftliche Tagung des BVR in Berlin

Pfandbriefmarkt bedarf keiner Unterstützung

Rückzug von Investoren lässt verstärkt Sorgen aufkommen – EZB sollte Ausstiegsstrategie formulieren, die Unsicherheiten beseitigt

Börsen-Zeitung, 8.6.2016
Seit dem Ausbruch der Finanzmarktkrise vor acht Jahren unternimmt die Europäische Zentralbank (EZB) alles, was in ihrer Macht steht, um deren Folgen zu lindern. Sie hält die Zinsen niedrig, übernahm die Aufsicht über die wichtigsten Banken in Europa, kaufte Staatsanleihen. Und auch auf den Märkten für Pfandbriefe und andere Covered Bonds hat sich die EZB zu einem zentralen Akteur aufgeschwungen.

Seit 2009 hat die EZB drei Ankaufprogramme für dieses Anleihesegment aufgelegt, die Covered-Bond-Purchase-Programme (CBPP) 1 bis 3. Derzeit läuft seit Oktober 2014 das dritte Ankaufprogramm CBPP3. Ziel des CBPP ist, den Markt für Covered Bonds zu stabilisieren, die Refinanzierung der Banken zu stärken und damit die Kreditversorgung der Wirtschaft im Euroraum zu erleichtern.

Absatz nicht gefährdet

Das wäre sicher kein falsches Ziel, wenn der Covered-Bond-Markt einer Unterstützung bedürfte. Meiner Ansicht nach ist das zumindest für den Pfandbriefmarkt nicht der Fall. Selbst unmittelbar nach dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers, dem Auslöser der Finanzmarktkrise, war der Absatz von Pfandbriefen nicht gefährdet. Zwar kam es damals zu Spreadausweitungen, und auch das Emissionsvolumen war angesichts der Verwerfungen auf vielen Immobilienmärkten rückläufig. Die Spreadausweitungen blieben jedoch bei den Pfandbriefen erheblich unter denen ungedeckter Anleihen und spiegelten somit deutlich das große Vertrauen der Investoren in den Pfandbrief wider.

Der Pfandbrief ist auch vor allem für die Immobilienfinanzierer ein gefragtes Refinanzierungsinstrument geblieben. So wächst seit Inkrafttreten des Pfandbriefgesetzes vor über zehn Jahren die Zahl der Pfandbriefemittenten. Allein im genossenschaftlichen Finanzsektor

gibt es mit der DG Hyp, der WL Bank, der Apotheker- und Ärztebank und der MünchenerHyp vier renommierte Pfandbriefbanken. Darunter ist die MünchenerHyp bei umlaufenden Hypothekendarlehen der Marktführer mit einem Anteil von 10,1%. Hinzu kommt die PSD Bank Nürnberg, die im Herbst 2015 ihren ersten Pfandbrief begeben hat. Und auch die genossenschaftliche Bausparkasse Schwäbisch Hall hat angekündigt, künftig Hypothekendarlehen begeben zu wollen. Die jüngste Novelle des Bausparkessgesetzes ermöglicht ihr dies.

Die Attraktivität des Pfandbriefs ist somit ungebrochen, was die Absatzzahlen bestätigen. Im Jahr 2015 stieg in Deutschland das Volumen der Neuemissionen um über 27% auf 58 Mrd. Euro. International wurden vergleichbare Zuwächse verzeichnet. So erhöhte sich der Absatz von Euro-Benchmarkemissionen von Covered Bonds im Jahr 2015 um 24% auf rund 145 Mrd. Euro.

Nun mag man argumentieren, dass die EZB mit dem CBPP dazu beigetragen hat, dass der Pfandbriefabsatz wieder so deutlich wächst. Doch das ist ein bisschen zu viel der Ehre. Um Pfandbriefe begeben zu können, braucht es deckungsfähiges Material, etwa in Form von Hypothekendarlehen. Das Immobilienkreditgeschäft der Banken floriert aber vor allem aufgrund der hohen Nachfrage nach Immobilien, insbesondere in Deutschland. Diese haben sich durch die Niedrigzinspolitik der EZB immer mehr zu einer gefragten Anlagealternative entwickelt. Deshalb ermöglichen es vor allem die Zuwächse im Kreditgeschäft den Banken, mehr Pfandbriefe und andere Covered Bonds zu begeben. Einer Beförderung der Kreditversorgung bedurfte es in Deutschland auch nicht, es gab keine Kreditdelle. Es ist jedoch einzuräumen, dass für Covered-Bond-Emittenten aus anderen Staaten des Euroraums mitunter weniger stabile Verhältnisse als für den Pfandbrief vorherrschten und somit dort das CBPP eine bessere

Rechtfertigung findet als in Deutschland.

Die Frage, ob das CBPP nun nötig war oder nicht, ist eher akademischer Natur, denn es existiert, und der Markt muss sich somit mit den Folgen auseinandersetzen. Dass vor diesem Hintergrund das CBPP nicht weniger kontrovers diskutiert wird als die anderen Marktinterventionen der EZB, ist sicher nicht überraschend. Der Hauptvorwurf an die EZB lautet, dass sie mit überflüssigen Ankäufen den Markt verzerren würde. Wie stichhaltig ist dieser Vorwurf?

Tatsächlich hat sich die EZB über die drei CBPP-Ankaufprogramme innerhalb weniger Jahre als Akteur am Covered-Bond-Markt etabliert und einen bedeutenden Marktanteil erworben. Nach Auswertungen von Crédit Agricole hat die EZB ein Portfolio im Volumen von rund 190 Mrd. Euro aufgebaut. Allein im Rahmen des CBPP3 wurden von ihr bis Ende April 2016 Käufe im Volumen von über 165 Mrd. Euro getätigt. Dies entspricht laut dem Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) etwa 15% des Volumens der CBPP3-fähigen Covered Bonds. Rund 70% des Ankaufvolumens der EZB entfallen auf Covered Bonds aus Frankreich, Deutschland und Spanien. Dabei dürfte jedoch der Marktanteil in Deutschland niedriger als in anderen Staaten ausfallen, da Namenspfandbriefe nicht CBPP3-fähig sind, hierzulande aber einen hohen Marktanteil haben.

Durchaus positive Aspekte

Es ist nicht zu bestreiten, dass auch für die Pfandbriefemittenten die große Nachfrage der EZB durchaus positive Aspekte hat. Am Primärmarkt stärken die Ankäufe der EZB den Erfolg von Pfandbriefemissionen. So kann die EZB bis zu 70% einer Emission erwerben. Auch wenn dies bislang noch nicht vorgekommen ist, gibt es doch Emissionen, bei denen die EZB 50% und mehr des Emissionsvolumens erworben und so maßgeblich den Erfolg der

Emission unterstützt hat. Bei den Neuemissionen von Hypothekendarlehen tritt die EZB stets als Käufer eines nicht unbedeutenden Teils des Emissionsvolumens auf. Der Anteil der EZB schwankt dabei von Emission zu Emission. Von uns wurden im Mittel rund 30 % der EZB zugeteilt.

Für den Emittenten reduzieren die Ankäufe der EZB somit bereits bei der Vorbereitung der Emission das Risiko, nicht ausreichend zeichnungswillige Investoren zu finden. Das erleichtert die notwendigen Vorabstimmungen und die Wahl eines geeigneten Emissionszeitpunkts.

Deutlich engere Spreads

Ein weiterer positiver Effekt des CBPP sind deutlich engere Spreads für Pfandbriefe und Covered Bonds. Diese Entwicklung ist so ausgeprägt, dass selbst die jüngsten zwischenzeitlichen Spreadausweitungen nur abgeschwächt Pfandbriefe und Covered Bonds erreichten. Vielmehr vergrößerte sich der Abstand zu den unbesicherten Anleihen, den Senior Unsecured Bonds, immer weiter.

Die engeren Spreads kommen zumindest dem Kreditgeschäft der Pfandbriefbanken zugute. Im genossenschaftlichen Verbund profitieren davon zudem die Volksbanken und Raiffeisenbanken, die über die genossenschaftlichen Pfandbriefbanken mit attraktiven Finanzierungsbedingungen im Wettbewerb punkten können.

Die künstlich erzeugte Nachfrage durch das CBPP führt jedoch auch zu negativen Effekten. Durch das CBPP haben sich nicht nur die Renditeunterschiede zwischen Pfandbriefen und anderen Covered Bonds eingengt. Auch bei den Pfandbriefemissionen nivellieren sich die Preisunterschiede zunehmend. Anders gesagt, die Qualität beziehungsweise Bonität des Emittenten verliert durch das CBPP als Differenzierungsmerkmal an Bedeutung. Davon profitieren schwächere Emittenten, während renommierte Häuser und Anleihen, die nicht CBPP-fähig sind, benachteiligt werden. Die Spreads sind durch das CBPP daher nicht mehr marktgerecht.

Das spüren auch die Investoren. Denn die niedrigen Renditeaufschläge von Pfandbriefen und Covered Bonds schmälern deren Attraktivität für viele private wie institutionelle Investoren. Sie beginnen sich deshalb zurückzuziehen, darunter insbesondere klassische Pfandbriefinvestoren wie Versicherungen. Man spricht von einem Crowding-out-Effekt. Ablesen lässt sich dieser zum einen an rückläufigen Zeichnungsquoten in den Orderbüchern von Benchmarkemissionen. Zahlreiche Investoren wechseln in andere, rendi-

teträchtigere Anlageklassen und nehmen dafür höhere Risiken in Kauf. Zum anderen lassen sich Privatplatzierungen immer schwerer absetzen. Insbesondere Privatplatzierungen mit kurzen Laufzeiten lassen sich derzeit kaum mehr begeben.

Gegen die EZB behaupten

Wer dennoch in Pfandbriefe investieren will, muss sich am Primär- wie am Sekundärmarkt gegen die Ankaufsmacht der EZB behaupten. Mit ihren hohen Zeichnungsvolumina ist sie in der Lage, andere Investorengruppen zu verdrängen. Die steigenden Neuemissionsvolumina können diesen Effekt nicht abmildern, da in der Regel bei Neuemissionen die Nachfrage größer als das Angebot ist.

Der Rückzug von Investoren lässt zudem verstärkt Sorgen aufkommen, dass die Marktliquidität abnimmt. Grund dafür ist, dass die EZB die einmal erworbenen Covered Bonds in ihrem Bestand hält, somit eine klassische Buy-and-hold-Strategie verfolgt. Tatsächlich zeigt sich eine gewisse Trockenheit der Märkte derzeit vor allem in Zeiten der Anspannung, wenn sich die Volatilität der Preise spürbar erhöht. So geschehen im Sommer 2015, als es plötzlich zu heftigen Bewegungen der Spreads von bis 20 Basispunkten bei einem mageren Handelsvolumen kam. Von Illiquidität sind die Märkte aber nach wie vor deutlich entfernt. Nach unseren Erfahrungen findet sich in der Regel stets ein angemessener Preis.

Verunsicherte Investoren

Die Verunsicherung vieler Investoren spüren die Emittenten dennoch. Die Pfandbriefbanken müssen im eigenen Interesse verhindern, dass möglicherweise traditionelle Investoren dem Pfandbrief für immer den Rücken kehren. Für die MünchenerHyp als eine auf die langfristige Immobilienfinanzierung spezialisierte Pfandbriefbank ist der Pfandbrief die wichtigste Refinanzierungsquelle. Deshalb ist für uns ein funktionierender Covered-Bond-Markt von großer Bedeutung. Wir haben uns daher entschlossen, den Investoren zusätzliche Anreize zu bieten:

1. Stärkung der Marktliquidität durch höhere Volumina: Wir erleben es häufig, dass bei der Emission von unseren Benchmark-Hypothekendarlehen die EZB einen hohen Anteil des angekündigten Emissionsvolumens zeichnet. Zugleich sehen wir ein großes Interesse unserer traditionellen Investoren. Da wir sehr großen Wert auf gute und langfristige Beziehungen zu unseren Investoren legen, haben wir im letzten

Jahr bei drei unserer vier Benchmarkemissionen während der Zeichnungsphase das Volumen um jeweils 250 Mill. Euro auf 750 Mill. Euro aufgestockt. So konnten wir der Nachfrage sowohl unserer Investoren als auch der EZB gerecht werden.

2. Längere Laufzeiten: Kurze Laufzeiten von Pfandbriefen haben derzeit zum Teil sogar negative Renditen. Viele Investoren weichen deshalb derzeit auf längere Laufzeiten von zehn bis dreißig Jahren aus. Wir bieten hier auch noch längere Laufzeiten, und zwar bei Privatplatzierungen bis zu 50 Jahren.

3. Fremdwährungsemissionen: Die EZB kauft ausschließlich in Euro denominierte Covered Bonds auf. Das Interesse der Investoren ist aber nicht auf den Euro beschränkt. Fremdwährungsanleihen in anderen Kernwährungen wie US-Dollar oder Britische Pfund bieten deshalb für uns als Emittent wie für Investoren mehr Flexibilität und höhere Renditen. Auf diese Weise können wir kürzere Laufzeiten anbieten und die Investoren ein attraktives Produkt erwerben.

Offene Fragen

Die Frage ist jedoch, ob solche Maßnahmen auf Dauer ausreichen werden, um die Investoren im Pfandbrief- und Covered-Bond-Markt zu halten. Oder wird die EZB ihren Zugriff auf den Markt noch weiter verstärken? Befürchtungen in diese Richtung weckt derzeit das jüngste Kreditprogramm der EZB: „Targeted Longer-Term Refinancing Operations“ oder kurz TLTRO II. Danach können Banken ab Juni 2016 bei der EZB vier Kredittranchen von bis zu vier Jahren Laufzeit aufnehmen, und zwar bis zu 30 % ihres zum 31. Januar 2016 ausstehenden Bestands anrechenbarer Kredite. Dabei orientiert sich der Zinssatz am geltenden Hauptrefinanzierungssatz der EZB, kann aber auch auf die Höhe der Einlagenfazilität absinken, die derzeit negativ ist. Hinzu kommt, dass anders als beim Vorgängerprogramm TLTRO I, keine Pflichtrückzahlungen vorgesehen sind. So könnte TLTRO II dazu führen, dass sich manche Banken bei kürzeren Laufzeiten künftig lieber über die EZB als über Covered Bonds refinanzieren, da dies für sie günstiger ist. Aber zum jetzigen Zeitpunkt lässt sich dies nur vermuten, da das Programm erst anlaufen muss.

Ungewissheit besteht zudem im Markt über die Frage, wie die EZB den Ausstieg aus dem CBPP3 gestalten wird. Offiziell soll es bis September 2016 laufen. Bis jetzt ist aber keine Ausstiegsstrategie der EZB erkennbar. Das schafft Verunsicherung. Am besten wäre nach Meinung vieler Marktteilnehmer und auch von uns ein sanftes Ausgleiten mit

stetig abnehmenden Ankäufen. Dies dürfte am besten gewährleisten, dass auch abgewanderte Investoren in den Markt zurückfinden.

Keine einheitliche Antwort

Was hat nun das CBPP dem Covered-Bond-Markt gebracht? Dies lässt sich nicht einheitlich für Covered Bonds

beantworten. Für den Pfandbrief jedenfalls ist das CBPP von überschaubarem Nutzen. Die Pfandbriefbanken können sich zwar etwas bequemer und günstiger refinanzieren, aber nur zu dem Preis, dass klassische Investorengruppen verprellt wurden. Über alle Covered Bonds hinweg ist jedoch zu konstatieren, dass die durch das CBPP geschaffene

Marktverzerrung auf Dauer nicht gesund sein kann. Somit wäre es wichtig, dass die EZB eine Ausstiegsstrategie formuliert, die Unsicherheiten im Markt beseitigt.

.....
Louis Hagen, Vorstandsvorsitzender
der Münchener Hypothekenbank