

**Sonderbeilage:** Die deutschen Pfandbriefbanken

## Qualität trotz künstlicher Verhältnisse erhalten

QE der EZB hat den Covered-Bond-Markt grundlegend verändert – Klassische Investoren haben sich weitgehend zurückgezogen – Herausforderndes Umfeld

**Börsen-Zeitung, 16.7.2016**

Mit der Entscheidung, in Zukunft auch Unternehmensanleihen direkt aufkaufen zu wollen, hat die Europäische Zentralbank (EZB) im Juni dieses Jahres ein neues Kapitel im Maßnahmenkatalog des Quantitative Easings (QE) aufgeschlagen. Während man auf Seiten der Währungshüter offenkundig der Meinung ist, noch weitaus stärker in den freien Fluss der Kapitalmärkte eingreifen zu müssen, um die selbstgesteckten Ziele einer Ankurbelung der europäischen Wirtschaft zu erreichen, sehen traditionelle Marktteilnehmer die Entwicklung der vergangenen Jahre mit zunehmender Sorge. Insbesondere das bisherige Refinanzierungs-Erfolgsmodell des Pfandbriefs gerät in Gefahr. Zwar scheint der Covered-Bond-Markt auf den ersten Blick weiterhin zu funktionieren und aufnahmefähig zu sein – schließlich erreichten die Emissionen im ersten Quartal 2016 Rekordwerte. Doch der Eindruck täuscht: Was hier funktioniert, ist ein Markt unter Laborbedingungen!

Bereits vor einem Jahr wurden an dieser Stelle das Instrumentarium des QE und die möglichen Auswirkungen auf den Pfandbriefmarkt diskutiert. Wie seinerzeit prognostiziert, hat sich der Covered-Bond-Markt in den vergangenen Monaten grundlegend verändert: Die EZB ist inzwischen der mit Abstand größte Investor im Covered-Bond-Markt. Zum Ende des ersten Halbjahres 2016 belief sich das Portfolio, das die Zentralbank im Rahmen ihres seit Oktober 2014 laufenden Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3) erworben hat, auf ein Rekordvolumen von ca. 180 Mrd. Euro. Das entspricht nahezu einer Verdoppelung gegenüber dem Vorjahr. Inklusiv der Restbestände aus den Programmen CBPP1 und CBPP2 hält die EZB inzwischen rund 20% aller kauffähigen Covered Bonds – bis Ende des laufenden Jahres dürften es sogar 30% werden.

### Angebot hat sich gewandelt

Was bedeutet das für die klassischen Investoren, die bislang am Markt aktiv waren? Die einfache Antwort: Sie haben sich weitgehend zurückgezogen, denn mit den Käufen der EZB sind die Renditen auf null gesunken. Zwar ist das Emissionsvolumen insgesamt angestiegen – das erste Quartal 2016 war mit über 50 Mrd. Euro das stärkste Quartal seit 2011; als Investoren aber treten weit überwiegend die Zentralbanken der Eurozone und Bank Treasuries auf, die Covered Bonds nicht als Vermögensanlage, sondern zur Steuerung kaufen. Das wiederum hat Auswirkungen darauf, was emittiert wird. Weil sowohl Zentralbanken als auch Bank Treasuries ausschließlich als liquide Instrumente eingestufte Benchmark-Emissionen aufkaufen, kommen in erster Linie ebensolche auf den Markt. Für traditionelle Investoren von Covered Bonds und Pfandbriefen im Private-Placement-Format, also solcher Anleihen, die auf individuelle Anforderungen zugeschnitten sind, bleibt da wenig Raum – und noch weniger Rendite.

### Negative Nebeneffekte

So sind beispielsweise die Swap-Sätze bei 5-jährigen Anleihen innerhalb Jahresfrist von 0,55% auf –0,05% zurückgegangen. Auch die Sekundärmarktrenditen von Pfandbriefen folgen diesem Trend und notieren ebenfalls im negativen Bereich. Das wäre an sich aus Emittentensicht positiv, wenn damit nicht der oben beschriebene Investorenrückzug einherginge. Außerdem gibt es einen weiteren negativen Nebeneffekt. Der Renditeabstand zwischen Pfandbriefen und Swaps liegt nicht mehr bei –15 Basispunkten, sondern bei –5 Basispunkten.

Der Grund: Im Primärmarkt bleiben negative Renditen die Ausnahme. Zudem reagieren die Emittenten mit Renditeaufschlägen gegenüber dem Sekundärmarkt („New Issue

Premiums“) und längeren Laufzeiten. Das alles führt zu einem Paradoxon: Weil Pfandbriefbanken im Zuge ihres Risikomanagements festverzinsliche Emissionen üblicherweise mit einem Zinsswap gegen den Dreimonats-Euribor absichern, sind trotz CBPP3 und allgemeinem Renditeverfall die Refinanzierungskosten für Pfandbrief-Emittenten gestiegen. Außerdem wird durch den Hold-to-Maturity-Ansatz der EZB die Gefahr verstärkt, dass die Liquidität im Markt weiter zurückgeht.

Was bedeutet diese Ausgangslage für den Pfandbrief? Der Pfandbrief- und der Covered-Bond-Markt funktionieren zwar, aber eben nur innerhalb eines künstlichen Rahmens, der die eigentlich gesunden Schwankungen eines freien Kapitalflusses ausschließt. Damit bleibt insbesondere offen, wie sich die Märkte entwickeln werden, wenn sie diese „Freiheit“ zurückerhalten. Denn es ist bei weitem nicht klar, ob vergraulte Investoren überhaupt zurückgewonnen werden können oder wie die Preisentwicklung vor dem Hintergrund der dann gegebenenfalls kurzfristig veränderten Refinanzierungsbedingungen erfolgen wird.

Hinzu kommt, dass die anstehenden Initiativen der Europäischen Zentralbank und der Regulatoren das Geschäftsmodell des Pfandbriefs weiter unter Druck setzen könnten. Da ist zunächst das bereits erwähnte Corporate Sector Purchase Programme (CSPP), mit dem die EZB als nächste Stufe des Quantitative Easings nun auch Unternehmensanleihen aufkaufen wird. Die Folgen sind absehbar: Wie bei jeder Asset-Klasse, die vom QE der EZB umfasst ist, werden wohl auch bei Unternehmensanleihen die Renditen deutlich zurückgehen. Preissignale, die früher Qualitätsunterschiede zwischen Produkten und Emittenten transparent gemacht haben, werden damit zunehmend verwischt. Man darf gespannt sein, wie sich die Renditen verhalten werden, wenn nach dem Ende des QE die Fundamentalanalyse wieder in den Vordergrund rückt

– und was das für die Attraktivität des Marktes bedeutet.

Mit der im März 2016 angekündigten Targeted Long Term Refinancing Operation II (TLTRO II) bringt die EZB zudem ein hausinternes „Konkurrenzprodukt“ zum Ankaufprogramm für Covered Bonds auf den Markt. Hinter dem sperrigen Titel verbirgt sich das Angebot an Banken, sich für bis zu vier Jahren bei der EZB zu Zinssätzen von 0 % bis zu – 0,4 % zu refinanzieren. Der negative Satz wird unter einer einzigen Bedingung gewährt: Die Banken müssen ihr Volumen an neuausgereichten Krediten bis Anfang 2018 um mindestens 2,5 % steigern. Zwar sind Wohnungsfinanzierungen von dem Programm ausgeschlossen, eine interessante Alternative zu Covered-Bond-Emissionen dürfte das Programm für viele Banken insbesondere in Südeuropa dennoch sein. Mit entsprechenden Konsequenzen: geringere Emissionsvolumina und

eine noch geringere Liquidität am Covered-Bond-Markt.

### **Flexibilität gefordert**

Außerdem sind höhere Anforderungen an das Eigenkapital mit entsprechenden Folgen für die Kreditvergabe sowie steigende Ausgaben für die technische und personelle Infrastruktur zu erwarten. Pfandbriefbanken müssen sich auf Veränderungen einstellen, ihre Geschäftsmodelle – wo nötig – anpassen und damit flexibler werden. Zugleich stehen sie in verschärftem Wettbewerb mit alternativen Anbietern, die von bislang bestehenden regulatorischen Ungleichbehandlungen profitieren.

In diesem mittel- bis langfristig immer schwerer planbaren Umfeld muss es nun darum gehen, die Qualitäten des Pfandbriefs als bewährtes Refinanzierungsprodukt trotz künst-

licher Marktverhältnisse so zu konservieren, dass seine Stärken bei Auslaufen des Quantitative Easing wieder zum Tragen kommen können. Dafür braucht es zum einen Emittenten, die von den bisherigen Qualitätsstandards des Pfandbriefs auch dann nicht abweichen, wenn das vor dem Hintergrund eines künstlich gestalteten Markts lässlich erscheint. Dafür braucht es weiterhin Investoren, die auf die herausragende Kombination von Sicherheit und Rendite setzen, die nur der Pfandbrief zu bieten hat. Und dafür braucht es nicht zuletzt ein Umfeld, in dem sich die stabilisierende und vertrauensschaffende Wirkung des Pfandbriefs für die Refinanzierungsmärkte wieder voll entfalten kann.

.....  
Thomas Ortmanns, Mitglied des  
Vorstands der Aareal Bank