

Sonderbeilage: Pfandbriefbanken

Fremdwährungspfandbriefe gewinnen an Bedeutung

Attraktive Renditen in US-Dollar – Gestiegene Liquidität durch zunehmendes Angebot – Investoren und Emittenten profitieren gleichermaßen

Börsen-Zeitung, 8.7.2017
Der Deutsche Pfandbrief ist für nationale und internationale Investoren im aktuell herausfordernden Marktumfeld nach wie vor ein attraktives Anlageinstrument. Der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) erwartet für das Jahr 2017 eine Steigerung des Emissionsvolumens seiner Mitgliedsinstitute um fast 25 % auf insgesamt 56 Mrd. Euro. Im vergangenen Jahr waren 45 Mrd. Euro an Pfandbriefen begeben worden.

Einer der ausschlaggebenden Gründe für die anhaltend hohe Beliebtheit ist die Kombination von Sicherheit und Rendite. Die Volatilität der Pfandbriefspreeds ist im Vergleich zu anderen hochwertigen Anleiheklassen ausgesprochen niedrig. Zwar sind die Renditen absolut betrachtet auf einem sehr niedrigen Niveau, vergleicht man sie aber mit anderen qualitativ hochwertigen deutschen Anleihen, sind Pfandbriefe sehr wohl eine sinnvolle Alternative im aktuellen Anlagespektrum. Für Investoren, die ihre Portfolios nach Länderrisiken aufteilen, lässt sich so die ansonsten sehr niedrige Rendite eines Deutschlandportfolios erhöhen.

Des Weiteren ist neben dieser relativen Attraktivität gegenüber Bundesanleihen für internationale Investoren insbesondere eine hohe Sekundärmarktliquidität von Wertpapieren bei Investitionsentscheidungen von großer Bedeutung. Auch Bankentreasuries benötigen aufgrund regulatorischer Anforderungen liquide Wertpapiere. Dies erhöht insgesamt die Nachfrage nach Benchmarkpfandbriefen. Der traditionelle deutsche Pfandbriefinvestor, der zu Anlagezwecken kleinere Emissionen im Private-Placement-Format mit langen Laufzeiten sucht, hat sich dagegen aufgrund des Niedrigzinsumfelds weitgehend zurückgezogen.

Über die Hälfte aller deutschen Pfandbriefemissionen wurden deshalb in den letzten beiden Jahren im Benchmarkformat begeben. Da internationale Investoren nahezu

ausschließlich Benchmarkemissionen zeichnen, ermöglicht dies einer Pfandbriefe emittierenden Bank einen verstärkten internationalen Marktzugang. Die wachsende internationale Bedeutung des deutschen Pfandbriefs zeigt sich zudem auch in einer signifikanten Zunahme von Fremdwährungsemissionen. Dies ist im Wesentlichen auf drei Gründe zurückzuführen: attraktive Renditen, hohe Liquidität und regulatorische Aspekte.

Doppelt lohnend

Fast alle Euro-Investoren im In- und Ausland haben aufgrund historisch niedriger Zinsen und geringer Kreditaufschläge Anlageprobleme. Anlagen mit positiven Renditen bei gleichzeitig hoher Sicherheit zu finden, wird immer schwieriger. Wenn die Anlagerichtlinien eine Erhöhung des Kreditrisikos nicht zulassen, ist die Investition in Währungsräume mit höherem Zinsniveau eine mögliche Alternative. Die Zinskurve in US-Dollar ist gegenüber dem Euro höher und steiler. In Kombination mit den im Vergleich zur Eurozone besseren Wachstumsprognosen in den USA erscheint eine Investition in US-Dollar-Anleihen doppelt lohnend. Zum einen haben Pfandbriefe in US-Dollar eine wesentlich höhere Rendite. Wenn man einen Vergleich zu etablierten US-Dollar-Emittenten aus dem öffentlichen Sektor zieht, bieten Pfandbriefe sogar noch einen zusätzlichen Renditeaufschlag. Außerdem werden US-Dollar-Pfandbriefe im zwei- bis vierjährigen Laufzeitsegment angeboten, in dem aufgrund des negativen Zinsniveaus im Euroraum derzeit nur ein geringes Angebot existiert. Investoren können damit Anlagen für ihr Liquiditätsmanagement tätigen, ohne ein hohes Zins- oder Spreadrisiko mit langen Laufzeiten einzugehen.

Gestiegene Liquidität

Zum anderen sind auch für Euro-Investoren US-Dollar-Pfandbriefe von Vorteil, denn selbst nach Absiche-

rung der Währungs- und Basisrisiken über einen sogenannten Zinswährungsswap erzielt man über die Gesamtlaufzeit eine höhere Rendite als bei einem Investment in vergleichbare Euro-Pfandbriefe. Letztendlich ist die Chance der Investoren, das gewünschte Anleihevolumen zu erhalten, auch wesentlich größer, da die Europäische Zentralbank (EZB) mit ihrem Programm zum Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen nicht als großer Käufer in Fremdwährung auftritt.

Vor einigen Jahren war die Nachfrage nach US-Dollar-Pfandbriefen aus Europa noch sehr überschaubar. Außerhalb Europas konzentrierte sich die Nachfrage auf Asien und einige ausgewählte europäische Investoren, etwa aus der Schweiz oder Skandinavien. Doch aufgrund der skizzierten Beweggründe kaufen mittlerweile europäische Investoren den größten Anteil an US-Dollar-Pfandbriefen. Durch intensives Investorenmarketing der Emittenten und regelmäßige Fremdwährungssaktivitäten europäischer Banken wurde dies zusätzlich unterstützt.

Insgesamt ist die Liquidität von US-Dollar-Pfandbriefen gestiegen, weil nicht nur mehr Investoren kaufen, sondern auch das Angebot zugenommen hat. So wurden seit 2016 insgesamt sechs Benchmark-Pfandbriefe in US-Dollar begeben, so dass mittlerweile über 5 Mrd. US-Dollar-Benchmark-Pfandbriefe ausstehen.

Weniger Währungsderivate

Marktteilnehmer selbst suchen zunehmend Geschäftsmöglichkeiten auch außerhalb des Euro-Währungsraums. In den USA können beispielsweise mit gewerblichen Immobilienfinanzierungen höhere Margen bei vergleichbaren Risiken erzielt werden, als dies in Europa derzeit der Fall ist. Mit der Emission von US-Dollar-Pfandbriefen können Banken Kreditgeschäft in US-Dollar bei reduzierter Verwendung von Währungsderivaten sicherstellen. So kann sich die Begebung eines höher verzinslichen Pfandbriefes in US-

Dollar durchaus lohnen, wenn dadurch eigene Geschäftsaktivitäten ermöglicht werden. Dies erlaubt den Emittenten insgesamt die Reduzierung ihrer Derivatevolumina bei gleichzeitigem Ausbau ihres Kreditportfolios. Denn seit der Finanzkrise sind Derivate regulatorisch zum Teil mit hohen Auflagen versehen worden. Dies hat die Kosten und die Komplexität bei den Banken erheblich erhöht. Außerdem sind noch nicht alle Regulierungsvorhaben abgeschlossen, so dass deren zukünftiger Einsatz zur Risikoabsicherung noch unklar ist.

Positiver Trend erkennbar

Der Trend, Derivate aus Komplexitäts- und Kostengründen weiter zu reduzieren, könnte damit Auswirkungen auf die Steuerung der Fremdwährungsliquidität insgesamt haben. Um dann als deutsche Bank in Fremdwährung Geschäft machen zu können, sind liquide Refinanzie-

rungsmärkte für Fremdwährungen notwendig. Pfandbriefe hätten dann aufgrund ihrer guten Reputation das Potenzial, auch in Fremdwährung eine internationale Bedeutung zu erlangen und die Refinanzierung in Fremdwährung auf eine signifikante und stabile Basis zu stellen.

Insgesamt ist in den letzten drei Jahren ein positiver Trend bei Fremdwährungspfandbriefen festzustellen. Ende Mai dieses Jahres denominierten über 10 % aller Benchmark-Neuemissionen bereits in Fremdwährungen. Ausgehend von einem niedrigen einstelligen Prozentbereich vor wenigen Jahren ist dies eine sehr deutliche Steigerung. Für Banken ist somit eine hauseigene Expertise bei der Refinanzierung in Fremdwährungen ein klarer Vorteil. Die hohen gesetzlichen Anforderungen an den Pfandbrief gewährleisten eine hohe Qualität der im Ausland getätigten Finanzierungen. Ein hoher Bekanntheitsgrad des Emittenten, verbunden mit einer

breiten internationalen Investorenbasis, ermöglicht es den deutschen Pfandbriefbanken zudem auch in schwierigen Zeiten, sich zu attraktiven Konditionen zu refinanzieren.

Mehr Stabilität

Angesichts des hohen Wettbewerbs in Europa um attraktive Renditen bleibt der Markt einerseits für Investoren interessant. Andererseits erhöht ein funktionierender Markt für Fremdwährungspfandbriefe die Stabilität, Ertragskraft und damit die internationale Wettbewerbsfähigkeit gerade auch für deutsche Emittenten. Von Fremdwährungspfandbriefen profitieren somit Investoren und Emittenten gleichermaßen.

.....
Thomas Ortmanns, Vorstandsmitglied der Aareal Bank AG