

Wordcloud: Summe des Wanderungssaldos der ausländischen Wohnbevölkerung 2014-2018 in % der Bevölkerung pro Gemeinde. Je grösser der Name einer Gemeinde, umso beliebter ist sie bei Einwanderern. Datenbasis: BFS, Raiffeisen Economic Research

Raiffeisen Economic Research

Immobilien Schweiz – 2Q20

COVID-19 hinterlässt Spuren

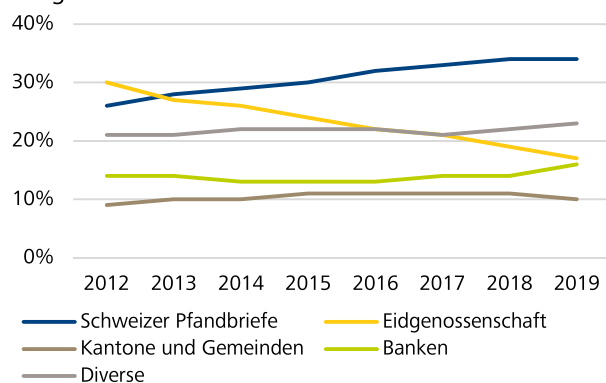
IMMOBILIENANLAGEN - PFANDBRIEFE

Schweizer Pfandbriefe sind mittlerweile mit Abstand das grösste Segment am Schweizer Kapitalmarkt. Im herrschenden Tiefzinsumfeld haben Privatanleger diesen Markt den Institutionellen überlassen. „Dank“ COVID-19 sind Pfandbriefe nun auch wieder für risikoscheue Privatanleger eine Option. Die als langweilig geltenden Schuldtitel glänzen jeweils in Krisenzeiten.

Still und leise haben Pfandbriefe in den letzten zehn Jahren die Eidgenossen als grösstes Segment am inländischen Kapitalmarkt abgelöst. Mittlerweile sind mit über CHF 130 Mrd. doppelt so grosse Volumen an Pfandbriefen als an Bundesobligationen ausstehend.

Mit Abstand wichtigstes Kapitalmarktsegment

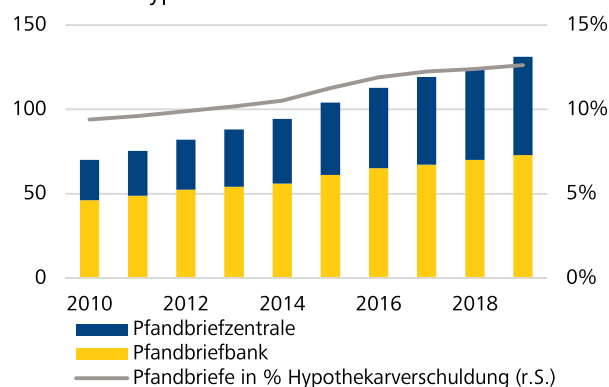
Anteil je Schuldner am Bestand der inländischen CHF-Obligationen



Quelle: Geschäftsberichte, SIX, Raiffeisen Economic Research

Immer mehr Hypotheken werden verbrieft

Ausstehende Pfandbriefe in CHF Mrd. und Anteil der verbrieften Hypotheken



Quelle: Geschäftsberichte, SIX, SNB, Raiffeisen Economic Research

Die Art wie der Pfandbrief die prominenteren Eidgenossen überholt hat, passt zu seinem Wesen, fristet der Schweizer Pfandbrief im Publikum doch ein Schattendasein und gilt in der öffentlichen Wahrnehmung als unspektakulär bis verstaubt: Seit 1930 existiert seine gesetzliche Grundlage praktisch völlig unverändert. Noch nie in seiner 90-jährigen Geschichte gab es einen Ausfall. Und auch Zinsen werfen diese mit der Höchst-

note AAA für die Bonität bewerteten Schuldpapiere heute - wenn überhaupt nur wenig ab. Wie erklärt sich also ihr Boom? Dafür muss man verstehen, wie der Pfandbrief funktioniert, welchen Zweck er erfüllt und welche Eigenschaften er als Finanzinstrument aufweist.

Safety first

Pfandbriefe sind obligationenähnliche Wertpapiere zur langfristigen Finanzierung der von Banken gewährten erstklassigen Hypothekarkredite. Im Unterschied zu gewöhnlichen Anleiheobligationen bietet der Schweizer Pfandbrief, der eine geschützte Marke ist, besonders weitreichende, gesetzlich geregelte Sicherheiten. Dies im Unterschied zu sogenannten Covered Bonds, welche auf rein privatrechtlichen Vereinbarungen gründen und in Europa, nicht aber in der Schweiz, verbreitet sind. Einerseits haften der Emittent der Pfandbriefe sowie die darlehensbeziehenden Banken mit ihren eigenen Mitteln, andererseits die Hypothekarschuldner der Banken mit ihrem gesamten Vermögen und insbesondere den verpfändeten Immobilien, bei deren konkursrechtlicher Verwertung die Banken erstrangig bedient würden. Diese mehrstufige Sicherheitskette ist weltweit einzigartig. Das Recht zur Ausgabe von Pfandbriefen haben in der Schweiz zwei Institute: Die «Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute AG» und die «Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken AG». Beide Institute sind vollständig im Besitz ihrer Mitgliedsbanken. Gegen Hinterlegung von erstklassigen Hypotheken in CHF auf Liegenschaften in der Schweiz können Banken bei den Pfandbriefinstituten Darlehen beziehen. Bei der Verbriefung bleiben die Hypotheken zudem auf der Bilanz der Bank und werden von dieser weiter streng überwacht. Zusammen mit der felsenfesten gesetzlichen Grundlage unterscheiden sich Schweizer Pfandbriefe damit stark von verbrieften Hypotheken im Ausland, die zur Finanzkrise von 2008/2009 beigetragen haben. In den USA z.B. werden verbriefte Wertpapiere häufig auf die Bilanzen von Zweckgesellschaften übertragen, was im Ernstfall den Zugriff auf den Collateral (i.e. die hinterlegte Sicherheit) erschwert. Der Anreiz zur strengen Überwachung ist dadurch deutlich kleiner als in der Schweiz.

Günstige und liquide Refinanzierungsform

Bei einer Emission gehen die Pfandbriefinstitute kein Währungs-, Fristentransformations- oder Zinsrisiko ein. Auch aufgrund dieser sehr konservativen Eigenschaften gelten Pfandbriefe als sehr sicher. Diese Sicherheit ist der Grund dafür, dass Pfandbriefe eine äusserst günstige Refinanzierungsquelle für Banken sind. Im Schnitt der letzten 30 Jahre konnten sich Banken mittels Pfandbriefen für gerade einmal 0.28 Prozentpunkte mehr als die Schweizerische Eidgenossenschaft refinanzieren. Der Markt für Pfandbriefe gilt ausserdem als sehr liquide. So bringen beide Institute jeweils etwa einmal pro Monat eine Emission an den Markt. Die Grösse und die Laufzeit einer neuen Emission richten sich nach der Nachfrage von Banken und Investoren. Mit einem durchschnittlichen Handelsvolumen von über CHF 1.2 Mrd. pro Monat ist aber auch ein flüssiger Sekundärmarkt vorhanden. UBS, CS und Raiffeisen treten dort als Marktmacher auf und sorgen für eine ständige Handelbarkeit.

Markt in der Hand von Institutionellen

Im herrschenden Tiefzinsumfeld sind die Investoren vorwiegend institutionelle Anleger wie Versicherungen und Pensionskassen – und Banken mit einem Liquiditätsüberhang. Diese Grossinvestoren mussten so in den letzten Jahren etwas weniger Negativzins bezahlen als auf dem Bankkonto. Früher, als die Zinsen noch positiv waren, war der Pfandbrief auch bei kleineren Privatinvestoren beliebt, kann man doch schon ab einer Summe von CHF 5'000 Anteile erwerben.

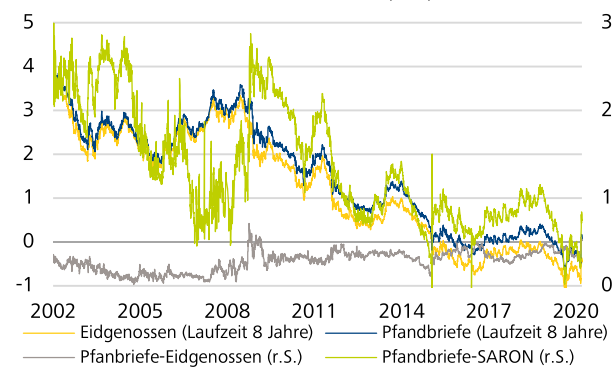
Gute Gründe für den Pfandbriefboom

Für das starke Wachstum der Pfandbriefvolumen sind verschiedene Gründe verantwortlich. Hauptgrund ist das starke Wachstum der Hypothekarvolumen der letzten Jahre. Dieses betrug in den letzten 10 Jahren durchschnittlich 3.8%. Die Pfandbriefemissionen sind aber noch stärker gestiegen als die Hypothekarvolumen. 2010 war weniger als 10% des Schweizerischen Hypothekarvolumens in Pfandbriefen verbrieft. Heute sind es schon knapp 13%. Mit der Verbriefung ihrer Hypotheken schaffen die Banken vor allem Liquidität. Nicht selten treten auf den ersten Blick paradoxerweise auch Banken als Käufer von Pfandbriefen auf. Diese können so kurzfristige Liquiditätsüberschüsse loswerden, bleiben aber liquide, weil sie die Pfandbriefe - wenn sie wieder Liquidität benötigen - bei der SNB als Sicherheit für Repo-Geschäfte hinterlegen können - gegen Liquidität. Ähnlich wie das Angebot hat die Nachfrage nach Pfandbriefen von Investoren ausserhalb der Bankenbranche zugenommen, denn im Rahmen des Schulden-

abbaus der Eidgenossenschaft der letzten Jahre wurden immer kleinere Volumen von Eidgenossen emittiert. Das fehlende Angebot an Staatsanleihen haben institutionelle Anleger entsprechend durch Pfandbriefe substituiert. So traf dort ein grösseres Angebot auf eine gestiegene Nachfrage.

COVID-19 lässt Spreads ansteigen

Renditen und Renditedifferenzen (r.S.) in %



Quelle: SIX, SNB, Geschäftsberichte, Raiffeisen Economic Research

Grundsätzlich verhielten sich Pfandbriefe als Finanzinstrumente in der Vergangenheit ähnlich wie Bundesobligationen. Sie werden vom Markt aber als etwas riskanter eingeschätzt, was sich in einer strukturell höheren Risikoprämie ausdrückt. Während der Finanzkrise 2007-2009 führte das Misstrauen gegenüber dem Bankensystem zu einer höheren Risikoprämie bei den Pfandbriefen. Ein schlagartiger Anstieg der Risikoprämien bei den Pfandbriefen war auch zu Beginn der herrschenden Covid-19-Pandemie zu beobachten. Die Rendite des Schweizer Pfandbriefindex schnellte zum ersten Mal seit Mitte 2019 wieder in den Plusbereich. Die aktuelle Spreadentwicklung spiegelt aber weniger eine Qualitäts- sondern vor allem eine Liquiditätskrise wider. Die Präferenz für Liquidität ist nämlich seitens institutioneller Investoren gestiegen. Die Risikoaufschläge für Eidgenossen sowie andere Anleihen der öffentlichen Hand mit Top-Qualität haben sich nämlich ebenfalls substantiell ausgeweitet.

Einstiegsopportunität

Mit dem Schwinden der Unsicherheit werden sich diese Liquiditätsrisikoaufschläge wieder schliessen. Angesichts aktuell positiver Verfallrenditen werden Pfandbriefe so auch für private Investoren wieder zu einer echten Option. Denn auf den Bankkonten wird sich an Null- bis sogar Negativzinsen auf absehbare Zeit nichts ändern. Im Vergleich dazu sind selbst ein paar wenige Basispunkte Rendite der vermeintlich langweiligen Pfandbriefe durchaus attraktiv.