

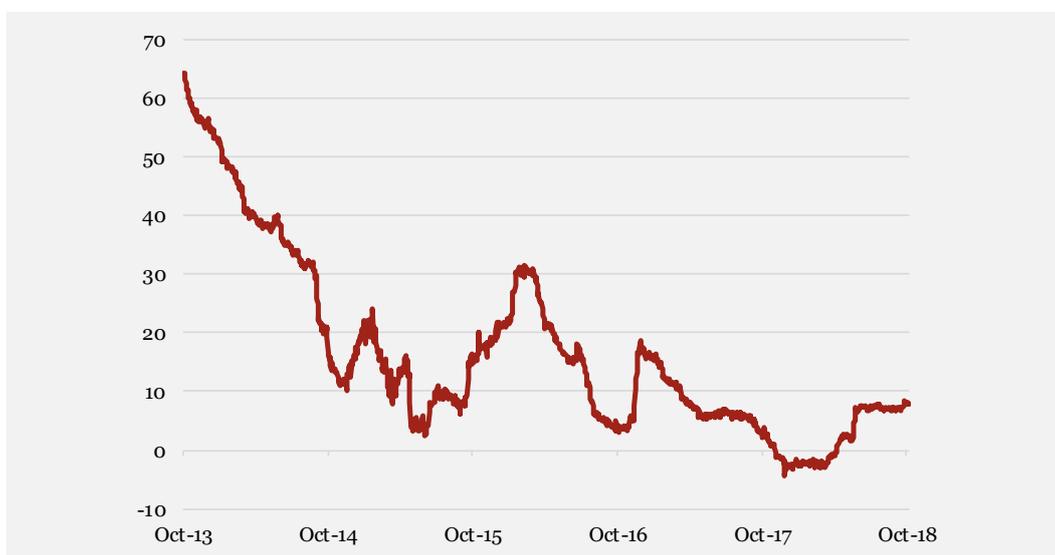
Credit Insight: 11. Oktober 2018 / MEM

## Pfandbriefe – Opportunitäten in einem verzerrten Markt

Pfandbriefe sind weiterhin sehr teuer (vgl. Grafik 1). Schuld daran trägt die Europäische Zentralbank (EZB), welche seit 2014 unter ihrem Anleihen-Kaufprogramm üblicherweise 30-50% der Neuemissionen übernimmt. Aber auch die Sekundärmärkte sind merklich illiquider und aufgrund der engen Spreadlevels äusserst unattraktiv geworden. In der Folge haben sich namhafte Investoren wie die Allianz unlängst vom Pfandbriefmarkt verabschiedet und anderen Anlageklassen zugewandt. Doch das Ende des EZB-Anleihen-Kaufprogramms rückt näher. So sollen bei Pfandbriefneuemissionen ab Oktober 2018 nur noch 10% des Emissionsvolumens übernommen und per Anfang 2019 keine Nettoankäufe mehr getätigt werden. Auch am Sekundärmarkt soll die EZB künftig spürbar weniger dominant auftreten.

Wie in der untenstehenden Grafik verdeutlicht, sind bereits leicht höhere Spreadlevels zu beobachten, wobei diese Ausweitung auch auf die negativen Entwicklungen in Italien zurückgeführt werden können. Es ist zu erwarten, dass besonders starke Pfandbriefprogramme bei allfälligen weiteren Spread-Ausweitungen besser als der Gesamtmarkt abschneiden. Vor diesem Hintergrund ist es von Bedeutung, ob die Pfandbriefemittenten die Investorenbasis, welche in den letzten Jahren aufgrund der EZB-Ankäufe verloren ging, erfolgreich reaktivieren können. Dies dürfte nur über höhere Risikoprämien möglich sein.

Grafik 1: ASW-Spread Entwicklung in Basis Punkten (iBoxx EUR Covered)



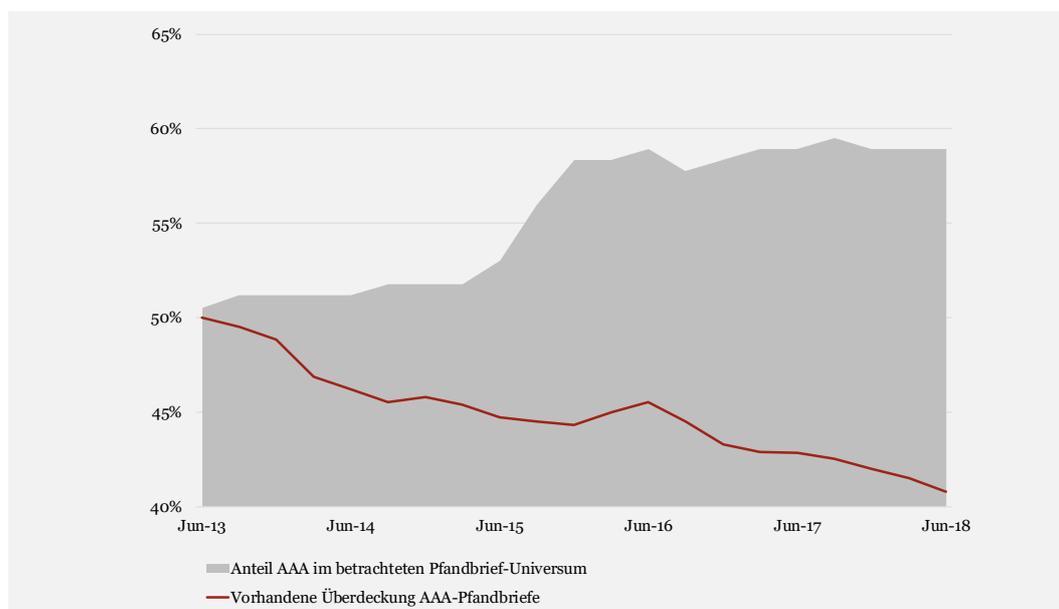
Quelle: Reuters, I-CV

### Bonitätsdifferenzierung mittel fundiertem Modell

Die in der historischen Betrachtung immer noch sehr engen Spreadlevel bieten einen idealen Zeitpunkt, um sich neu zu positionieren, denn Risiken werden aktuell kaum entschädigt. Viele Pfandbrief-Programme verfügen heute bei den offiziellen Ratingagenturen bereits über die Bestnote AAA, was eine differenzierte Betrachtung der Bonität merklich erschwert. Diese unseres Erachtens teilweise zu hohen Ratings sind die Folge des intensiven Konkurrenzkampfes zwischen den drei führenden Agenturen.

Gleichzeitig lassen sich viele Emittenten häufig nur noch durch eine Agentur einstufen und wählen aus verständlicher Eigennützigkeit in der Regel den Anbieter mit dem besten Preis-Leistungsverhältnis – hohes Rating zu möglichst tiefem Preis. Diese für Investoren problematische Thematik wird oft auch unter dem Begriff Rating-Shopping zusammengefasst. Da durch diese Konstellation der Spielraum für weitere Raterhöhungen ausgereizt ist, werden für dasselbe Rating qualitativ immer schlechtere Deckungsstöcke akzeptiert. So ist die vorhandene Überdeckung in den letzten Jahren deutlich geschrumpft (vgl. Grafik 2), während der Anteil an AAA Pfandbriefen stark zugenommen hat.

## Grafik 2: Entwicklung Überdeckung AAA-Pfandbriefe und Anteil am Universum



Quelle: Reuters, I-CV

Wie in der obenstehenden Grafik dargestellt hat sich der Anteil der AAA Pfandbriefe im betrachteten Universum von rund 180 Emittenten konkret von 50% (Juni 2013) auf beinahe 60% (Juni 2018) erhöht. Im selben Zeitraum wurde die durchschnittliche vorhandene Überdeckung der AAA-Programme von 50% auf ca. 40% zurückgefahren. Diese gegenläufige Entwicklung steht sinnbildlich für die tendenziell immer schwächere Deckungsstockqualität. Vor 10 Jahren präsentierte sich bereits einmal ein ähnliches Bild, wobei die Agenturen in den darauffolgenden Jahren zahlreiche Pfandbrief-Programme im Rating massiv herabstufen mussten – teilweise bis ins Non-Investment-Grade.

Doch wie lassen sich besonders starke Programme erkennen, welche auch in schwierigen Marktlagen weiterhin eine hohe Widerstandsfähigkeit aufweisen? Bekanntlich dient die Überdeckung als Sicherheitspuffer gegenüber den vorhandenen Deckungsstockrisiken. So soll verhindert werden, dass im Falle eines wirtschaftlichen Niedergangs des Emittenten, eine vollständige Rückzahlung der Anleihe nicht mehr bewerkstelligt werden kann. Zu den wichtigsten Risiken gehören neben der Zusammensetzung des Deckungsstockes mögliche Inkongruenzen zwischen dem Fälligkeitsprofil der Sicherheiten und den ausstehenden Anleihen aber auch allfällige Problemkredite. Es gilt diese Risiken nicht nur der vorhandenen, sondern auch der gesetzlichen Überdeckung (definiert durch den Rechtsrahmen) in einem mehrstufigen Stresstest gegenüberzustellen. Getreu dem Motto «*the view behind the rating*» verfolgt Independent Credit View (I-CV) seit mehreren Jahren einen unabhängigen und fundierten Analyseprozess in diesem wichtigen Anlagesegment und deckt über 200 Pfandbriefprogramme ab.

Das aktuelle Marktumfeld bietet Investoren den idealen Zeitpunkt, sich richtig zu positionieren. So kann dank einer fundierten Betrachtung sämtlicher Pfandbrief-Programme, bei mehr oder weniger identischen Spreads, in die jeweils Stärksten investiert und die Schwächsten abgebaut werden. Dies gilt insbesondere für den deutschen Pfandbriefmarkt, wo die Differenzierung besonders aufwändig ist. Ebenfalls interessant können Pfandbriefe aus Ländern sein, welche nicht unter das EZB Ankaufsprogramm fallen. Dazu gehören beispielsweise auch Anleihen aus Kanada oder Australien, wo die I-CV in der Vergangenheit Opportunitäten erkannt hat. Aufgrund der unterdessen starken Überhitzung der Immobilienmärkte, gilt es diesen Regionen heute jedoch eine gewisse Vorsicht entgegen zu bringen. Entsprechend drängt sich auch bei diesen Pfandbriefen eine umfassende und vertiefte Analyse auf.

Opportunitäten sind auch bei nicht von den führenden Ratingagenturen eingestuftem Pfandbriefprogrammen auszumachen. Insbesondere deutsche Sparkassen verfügen häufig über sehr kleine und lokale Pfandbriefprogramme, welche sich kein offizielles Rating leisten wollen. Bei diesen regional schwach diversifizierten Programmen muss dem in der Tendenz zunehmend überhitzten deutschen Immobilienmarkt ein besonderes Augenmerk geschenkt werden. Dank den zunehmenden Transparenzbemühungen deutscher Emittenten ist eine umfassende Einstufung aller deutschen Pfandbriefprogramme heute einfacher zu bewerkstelligen. So ist die I-CV heute in der Lage für mehr als 80 Pfandbriefprogramme Deutscher Sparkassen eine Bonitätseinstufung vorzunehmen und diese konsequent zu überwachen. Es gilt dabei eine möglichst differenzierte Betrachtung sicherzustellen und nicht alle Emittenten über einen Leist zu schlagen, um so Investoren bei Anlageentscheidungen im Pfandbriefmarkt mit den relevanten Informationen in prägnanter Form zu unterstützen.

### Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tötigung von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.