



AUGUR Research-Letter 4. Quartal 2016

Thema: Hypotheken

c-alm AG

Neumarkt 5
Vadianstrasse 25a
CH 9000 St.Gallen

T +41 71 227 35 35
F +41 71 227 35 30

info@c-alm.ch
www.c-alm.ch

Geschätzte Leserinnen und Leser

Der Aufbau von Hypothekenanlagen ist aktuell in aller Munde. Neue Kollektivanlagen werden lanciert, neue Kreditdienstleister, die auf die Bewirtschaftung von Hypotheken spezialisiert sind, treten auf den Markt. Als Hauptursachen für diesen Trend können die folgenden beiden Entwicklungen ausgemacht werden: Erstens, Anlagen in Hypotheken stellen im Vergleich zu Obligationen in der aktuellen Zinssituation unbestrittenermassen eine Renditeopportunität dar. Zweitens, Banken ziehen sich aufgrund von verschärften Kapitalvorschriften zunehmend aus diesem Geschäft zurück.

Im vorliegenden Research Letter wollen wir daher die Gelegenheit nutzen, um neben der Vorstellung der fundamentalen Ertrags- und Risikobeurteilung der Anlageklassen auch auf den „Investment-Case“ und die Umsetzungsmöglichkeiten genauer einzugehen. Der vorliegende Research Letter ist daher wie folgt gegliedert: Im ersten Kapitel beleuchten wir unsere fundamentale Methodik für die langfristige Rendite- und Risikobeurteilung in der Anlageklasse Hypotheken CHF. Im zweiten Kapitel gehen wir direkt auf die Frage ein, weshalb Hypotheken gerade zum aktuellen Zeitpunkt eine interessante Anlagealternative darstellen. Im dritten Kapitel beschäftigen wir uns mit der Umsetzung dieser Anlagekategorie.

Eine angeregte Lektüre wünscht

Ihr Augur Team

1 Fundamentale Ertrags- und Risikobeurteilung

Unser Vorgehen zur Bestimmung der Fundamentalprognosen ist in der folgenden Darstellung zusammengefasst.

Darstellung 1: Herleitung der Brutto- und Nettoprognose

Berechnung Bruttoprognose

	Ø Zins SNB (Neuvergabe)	Korrekturen		Brutto- prognose
		Abzug Libor/ Libor-Floor		
Festhypotheken	1.39%			1.39%
Libor-Hypotheken	1.14%	0.00%		1.14%

Berechnung Nettoprognose

	Brutto- prognose	Korrekturen für		Kostenabzüge		Netto- prognose
		Ausfälle	Inflation	TER	TTC	
Festhypotheken	1.39%	-0.05%		-0.45%		0.89%
Libor-Hypotheken	1.14%	-0.05%	0.00%	-0.45%		0.64%

Quelle: Augur Fundamentalprognose, 30.9.2016, c-alm AG

Bei der Beurteilung des Bruttoertragspotentials unterstellen wir, dass die Hypotheken neu vergeben werden und zum Nominalwert verbucht werden. Der Ertrag entspricht in dieser Ausgangslage dem Zinssatz. Renditeeffekte aus Wertveränderungen treten bei Bilanzierung zu Nominalwerten nicht bzw. nur bei Kreditausfällen auf.

Bruttoprognose =
Zinssatz Neuhypo-
theken

Aktuell werden rund 90% der Hypothekarkredite von Banken vergeben. Als Grundlage für die Schätzung der Bruttorenditen stützen wir uns daher auf die Kreditzinserhebung der SNB. Es handelt sich bei dieser Quelle um eine umfangreiche monatliche Teilerhebung der von Banken vergebenen (Hypothekar-) Kredite.

Datenquelle

Bei den von der SNB erhobenen Zinssätzen für Libor Hypotheken handelt es sich um Bruttozinssätze, welche vertraglich in die Komponenten Referenzzinssatz + Marge zerlegt werden. Der Referenzzinssatz ist dabei gemäss aktueller Marktconvention so definiert, dass er keinen negativen Wert annehmen kann (Libor-Floor = 0%). Da wir bei den variabel verzinslichen Libor-Hypotheken die Geldmarktkomponente grundsätzlich separat als Inflationskorrektur ausweisen, bringen wir in diesem Segment bei der Berechnung der Bruttoprognose grundsätzlich den Geldmarktsatz vom SNB Zinssatz in Abzug. Greift jedoch – wie dies zum aktuellen Zeitpunkt der Fall ist – der Libor-Floor von Null, entspricht die Korrektur der Bruttoprognose und auch die Inflationskomponente einem Wert von Null.

Inflationskompo-
nente und Libor
Floor

Allgemein zugängliche Ausfallstatistiken wie sie im Bereich von Obligationen von Ratingagenturen zur Verfügung gestellt werden, existieren im Fall von Hypotheken nicht. Erschwerend kommt hinzu, dass selbst der Zugriff auf die proprietären Ausfallstatistiken von Banken über die vergangenen Jahrzehnte kaum eine sinnvolle Schätzung von Kreditverlusten erlaubt. Der Immobilienmarkt befindet sich seit der Immobilienkrise Anfang der Neunzigerjahre in einem stetigen Aufwärtstrend. Kreditverluste waren in diesem Zeitintervall daher kaum zu beobachten. Weit zurückliegende Beobachtungen zu Kreditausfällen vor diesem Zeitintervall haben wiederum eine beschränkte Aussagekraft, da einige risikobegrenzende, regulatorischen Vorgaben noch nicht allgemeinverbindlich waren.

Erwarteter Kreditausfall

Die Ausfallrisiken werden aktuell insbesondere durch Vorgaben bezüglich der folgenden Kenngrößen limitiert:

- Beschränkung auf Hypotheken im 1. Rang
- Maximale Belehnungsübergrenzen (Loan to Leverage = LTV): Der Nominalwert der Hypothek darf bei Vergabe einen bestimmten Anteil der Immobilie nicht überschreiten
- Tragbarkeitsvorschriften (bei Kreditvergabe an Privatpersonen): Zinszahlungen (bei einem hypothetischen Zins) und notwendige Abzahlungen dürfen einen bestimmten Anteil des Einkommens nicht überschreiten.

Basierend auf einer Auswertung der verwendeten Verlustannahmen für konservativ positionierten Hypothekenportfolios von Vorsorgeeinrichtungen gehen wir von einem erwarteten Verlust von 5 Basispunkten aus.

Unsere Analyse der verfügbaren Kollektivanlagen und von Anlageorganisationen mit Direktbestände ergibt, dass für die Bewirtschaftung eines Hypothekenportfolios ca. 45bps an TER-Kosten anfallen. Diese TER Kosten beinhalten auch Mehraufwendungen welche durch den Auf- und Abbau von Positionen verursacht werden. Explizite und implizite Transaktionskosten wie Geldbriefspannen, Courtagen und Transaktionssteuern fallen bei der Bewirtschaftung eines Hypothekenportfolios in der Regel keine an.

Bewirtschaftungs- und Transaktionskosten

Die vorangehenden Ausführungen beziehen sich auf die Ertragsbeurteilung des Gesamtmarktes der Hypotheken die in CHF denominated sind. Im Gegensatz zu den liquiden und kotierten Segmenten ist es bei Hypothekenanlagen nicht möglich, in den Gesamtmarkt - z.B. via Indexfonds - zu investieren. Wie bei den anderen illiquiden Anlagekategorien gilt es daher auch bei Hypotheken - soweit als möglich - bei der Erwartungsbildung auf die spezifischen Fundamentaldaten des konkreten Portfolios Bezug zu nehmen.

Spezifische Prognosen bei illiquiden Anlagen besonders wichtig.

2 Investment Case

Die folgenden Ursachen stehen unseres Erachtens hinter dem gestiegenen Interesse an der Anlagekategorie Hypotheken:

- Grösse des Marktes
- Mehrverzinsung gegenüber Kapitalmarkt
- Die sinkende Kapazität von Banken, Hypotheken auf die Bilanz zu nehmen aufgrund von regulatorischen Entwicklungen
- Das wachsende Angebot von Kreditdienstleistern
- Die Möglichkeit, buchhalterische Schwankungsrisiken abzubauen

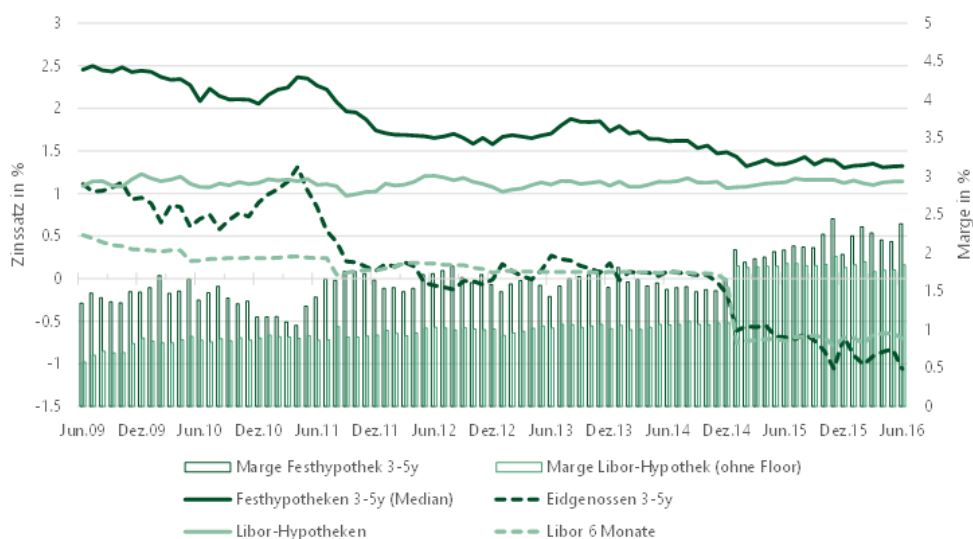
Der Markt für CHF-Hypotheken ist gemessen an seinem Nominalwert mit über 900 Mia. ca. doppelt so gross wie der Markt für CHF-Obligationen. Aufgrund der im Folgenden dargestellten erwarteten Entwicklungen wird davon ausgegangen, dass ein steigender Anteil dieses Marktes von Investoren ausserhalb des Bankensektors gehalten werden wird.

Marktvolumen

Darstellung 2 zeigt die Entwicklung von Hypotheken und Obligationenzinsen seit Veröffentlichung der Kreditstatistik im Jahr 2009. Es zeigt sich, dass die Mehrverzinsung von Hypotheken gegenüber dem Geldmarkt und gegenüber dem Obligationenmarkt im Zeitverlauf, und insbesondere seit Einführung der Negativzinsen im Januar 2015 deutlich zugenommen hat.

Mehrverzinsung gegenüber Geld- und Obligationenmarkt

Darstellung 2: Mehrverzinsung gegenüber Obligationen



Quelle: SNB, SIX, c-alm AG

Hinter der deutlich gestiegenen Mehrverzinsung von Hypotheken gegenüber liquiden Nominalwerten können die folgenden beiden Hauptursachen ausgemacht werden:

Gründe für gestiegene Mehrverzinsung

- **Nullverzinsung von Bankeinlagen trotz Negativzinsen:** Während sich die institutionelle Welt und der Kapitalmarkt seit dem 15. Januar 2015 mit einer Zinskurve konfrontiert sehen, welche sich – je nach Kapitalmarktsegment - bis am langen Ende im negativen Bereich bewegt, sind die Einlegekunden zu weiten Teilen noch von negativen Zinsen verschont. Wollen Banken nicht systematisch Verluste schreiben, müssen sie daher Hypothekarzinsen offerieren, welche eine Marge gegenüber dem Zins ihrer Einlegekunden beinhaltet.
- **Strengere regulatorische Vorgaben für Banken:** Eigenkapitalvorschriften (Basel III) sowie im Fall der Grossbanken insbesondere die Vorgabe von maximalen Verschuldungsquoten (Leverage Ratios) erhöhen die Renditeanforderungen welche Banken an Ihre Bilanzpositionen stellen müssen. Der Spielraum für Margenreduktionen ist bei den Banken daher begrenzt.

Während noch vor wenigen Jahren, der Aufbau von Hypothekenpositionen eine eigene Infrastruktur voraussetzte, stehen heute eine Reihe von Dienstleistern zur Verfügung, an die der Aufbau und die Bewirtschaftung von Hypothekenportfolios innerhalb von Kollektivanlagen und im Rahmen einer direkten Bewirtschaftung weitgehend delegiert werden kann. Die Hürden für Investoren ausserhalb des Bankensektors in kurzer bis mittlerer Frist Hypothekenbestände aufzubauen wurden dadurch deutlich gesenkt.

Wachsendes Angebot von Kreditdienstleistern

Direkte Hypothekenpositionen können gemäss FER 26 von Pensionskassen zu Nominalwerten bilanziert werden. Schwankungen des Deckungsgrades werden bei dieser Bilanzierungsmethode entsprechend reduziert. Innerhalb von Kollektivanlagen sollen verschiedene Investoren gleichbehandelt werden. Es muss daher grundsätzlich zu Marktwerten bilanziert werden. Bei der Bestimmung des Marktwertes kommen in der Regel die folgenden Varianten von Zinskurven zum Einsatz:

Reduktion des Schwankungsrisiko für Pensionskassen

- SWAP-Kurve
- adjustierte SWAP-Kurve mit Floor bei Null.

Bei der Bewertung basierend auf der adjustierten SWAP-Kurve mit Floor bei Null führen Zinserhöhungen in der aktuellen Ausgangslage nicht oder nur begrenzt zu Bewertungsverlusten.

3 Umsetzung

Für den Aufbau eines Hypothekenportfolios stehen die folgenden Durchführungswege zur Auswahl:

Durchführungs-
weg

- **Direktanlagen am Primärmarkt:** direkte Vergabe von Hypotheken, z.B. an die eigenen Versicherten.
- **Direktanlagen am Sekundärmarkt:** Kauf von Hypotheken am Sekundärmarkt bei einem sogenannten Originator (z.B. Broker oder Versicherung).
- **Indirekte Umsetzung:** Kauf von Kollektivanlagen die Hypotheken direkt am Primärmarkt vergeben oder am Sekundärmarkt erwerben. In der folgenden Darstellung sind die Kollektivanlagen aufgelistet, welche aktuell am Markt sind oder kurz vor der Lancierung stehen.

Darstellung 3: Übersicht Kollektivanlagen

	CSA Hypotheken	JB/GAM Wohnbau- hypotheken	CS Mortgage Fund	ZKB AST Hypotheken Schweiz	UBS AST Hypotheken Schweiz
Lancierung	1984	2005	nach FINMA Bewilligung	Sep 16	geplante Lancierung: Dez 16
Nächste Zeichnung	aktuell geschlossen	offen	tba	ca. Q3 17	Dez 16
Investorenkreis	2. Säule	qualif. Anleger	qualif. Anleger	2. Säule	2. Säule

Quelle: CS, GAM, UBS, ZKB, c-alm AG

Bei der Wahl des Durchführungswegs gilt es einer Reihe von Kriterien Rechnung zu tragen. Als besonders entscheidend haben sich dabei insbesondere die in Darstellung 4 aufgelisteten Kriterien erwiesen.

Darstellung 4: Vergleich verschiedener Durchführungswege

	Direkt: Primärmarkt	Direkt: Sekundärmarkt	Indirekt: Primär/Sekundärmarkt
Strategiekonformität <i>Möglichkeit spezifische Hypothekenstrategien umzusetzen</i>	hoch	mittel	gering bis mittel
Liquidität <i>Geschwindigkeit und Kosten des Auf-/Abbaus</i>	gering	gering bis mittel	hoch
Ansprüche an Anlageorganisation <i>Wertschöpfungstiefe Bereitschaft für operationelle Risiken</i>	hoch	mittel bis hoch	gering
Kosten			
Fixkosten <i>Mitarbeiterlöhne Fixe und minimale Dienstleistunggebühren</i>	hoch	mittel bis hoch	gering
variable Kosten <i>variable Gebühren von Dienstleister implizite/ explizite Kosten Originator TER-Kosten Kollektivanlage</i>	gering bis mittel	gering bis mittel	hoch

Quelle: c-alm AG

Auf Ebene der Umsetzung sollen strategischen Vorgaben möglichst genau eingehalten werden. Die direkte Vergabe bietet hierbei tendenziell die besten Möglichkeiten, eine spezifische Anlagestrategie möglichst konsequent umzusetzen. Am anderen Ende der Skala stehen tendenziell Kollektivanlagen. Aufgrund der begrenzten Anzahl an Kollektivanlagen kann hier nur zwischen einer beschränkten Anzahl von „Standard“-Strategien ausgewählt werden. Im Zusammenhang mit der Strategiekonformität gilt es zum Beispiel aber auch zu prüfen ob die Diversifikationsvorgaben eingehalten werden können. Bei geringen Vermögen können die Diversifikationsvorgaben in der Regel besser durch die Umsetzung im Rahmen von Kollektivanlagen erfüllt werden.

Strategiekonformität

In der folgenden Darstellung zeigen wir die strategische Positionierung der Kollektivanlagen welche aktuell am Markt sind oder demnächst lanciert werden.

Darstellung 5: Vergleich strategische Positionierung von Kollektivanlagen

	CSA Hypotheken	JB/GAM Wohnbau- hypotheken	CS Mortgage Fund	ZKB AST Hypotheken Schweiz	UBS AST Hypotheken Schweiz
Gegenpartei	Überwiegend institutionell	Retail	Institutionell	Institutionell und Retail	Überwiegend institutionell
Liegenschaft	Geschäft: 40% Gemischt: 22% Wohnen: 31% EFH: 7%	Wohnen: 100%	Geschäft: 36% Wohnen: 60% Rest: 4%	Wohnen: mind. 50%	Gemischt: 15% Wohnen: 85%
Besicherung	1. Rang, LTV bis 66%	1. Rang Nettotragbarkeit: 35% des Bruttoeinkommen	LTV bis 80% Minimales Rating; ~BBB	LTV bis 66% pro Liegenschaft	LTV bis 70%
Verzinsung	Fest: 75% Libor: 25%	Fest: 30% Libor: 70%	Fest: 13% Rollover (12m): 87%	Fest: 67% Libor: 33%	Fest (10-15y): Fest (0-10y), Libor: 70%
Duration	ca. 2 Jahre, Verkürz. mit SWAP	ca. 1 Jahr, Verkürz. mit SWAP	9 Monate	ca. 6 Jahre, Verläng. mit SWAP	ca. 6 Jahre, Anpassung mit SWAP

Quelle: CS, GAM, UBS, ZKB, c-alm AG

Die Fähigkeit Hypotheken zeitnah zu vergeben, setzt den Zugang zu entsprechenden Vertriebskapazitäten voraus. Eine Beschleunigung der Vergaben ist dabei oft nur möglich, wenn der Hypothekarzins oder die Bonitätsanforderungen gesenkt werden. Will man auf der anderen Seite den Bestand an direkten Hypothekenpositionen abbauen, so muss aufgrund eines fehlenden (institutionalisierten) Sekundärhandels in der Regel das Ende der Laufzeit abgewartet werden. Hat man seine Hypotheken am Sekundärmarkt z.B. bei einem Broker oder einer Versicherung gekauft, dann können diese in manchen Fällen gegen einen Abschlag zum aktuellen Marktpreis zurückgegeben werden.

Liquidität

Die Vergabe und Bewirtschaftung von Hypotheken stellt Anforderungen an die Anlageorganisation. Je nach verfügbaren internen Ressourcen können dabei verschiedene Bereiche der Wertschöpfungskette an externe Dienstleister delegiert werden. Werden Hy-

Anspruch an Anlageorganisation

potheken am Sekundärmarkt von einem Originator (z.B. einem Broker oder einer Versicherung) gekauft, so verbleiben operative Aufgaben wie zum Beispiel die Einforderung von Zinszahlungen beim Originator. Grundsätzlich werden bei der direkten Vergabe von Hypotheken operative Risiken direkt innerhalb der eigenen Anlageorganisation übernommen. Dies setzt adäquate Kontrollsysteme und eine entsprechende Risikobereitschaft der involvierten Entscheidungsträger voraus.

Der Betrieb einer internen Anlageorganisation und die Delegation an Outsourcing-Dienstleister verursachen in der Regel Fixkosten und Kostenuntergrenzen welche das Budget von kleineren Investoren überschreiten. Bei kleineren Vermögen empfiehlt sich daher aus Kostengründen der Einsatz von Kollektivanlagen. Ein Vergleich der Kosten der Kollektivanlagen ist jedoch zum Teil nur sehr begrenzt möglich, da manche Kollektivanlagen Hypotheken am Sekundärmarkt erwerben und dabei die Kosten der Originators (für den Vertrieb und die Erhebung der Zinszahlungen etc.) nur implizit anfallen. In der folgenden Darstellung zeigen wir einen Vergleich der Kosten von Kollektivanlagen welche aktuell am Markt sind oder demnächst lanciert werden.

Darstellung 6: Vergleich der Kosten von Kollektivanlagen

	CSA Hypotheken	JB/GAM Wohnbau- hypotheken	CS Mortgage Fund	ZKB AST Hypotheken Schweiz	UBS AST Hypotheken Schweiz
TER	43bps	22bps	41-46bps	30bps	40-50bps; Nulltranche
Kosten Quelle	<i>Jahresbericht 2016</i>	<i>Jahresbericht 2015</i>	<i>indikativ</i>	<i>indikativ</i>	<i>indikativ</i>
Hypotheken mit impliziten Kosten	0%	ca. 100%	tba	ca. 40%	tba

Quelle: CS, GAM, UBS, ZKB, c-alm AG

4 Handlungsempfehlung für Schweizerische Pensionskassen

Zusammenfassend sind wir der Meinung, dass das Segment der Hypotheken aus heutiger Sicht ein integraler Bestandteil eines diversifizierten Nominalwertportfolios darstellen sollte. Diese Sicht basiert auf den folgenden Überlegungen:

- Das Segment der Hypotheken ist das grösste Segment im Markt der CHF-Nominalwerte. Ein zunehmender Anteil des Segmentes wird zukünftig von Investoren ausserhalb des Bankensektors gehalten werden. **Marktgrösse, Zugang**
- Parallele Zinswelten können in einer Marktwirtschaft nur vorübergehend Bestand haben. Statt sich mit der negativen Zinskurve der institutionellen Welt zufrieden zu geben, gilt es für institutionelle Investoren – ohne die Finanzierungssituation und das regulatorische Korsett der Banken - ihr Engagement im Hypothekenbereich auszubauen und die hohe Differenz der beiden Zinswelten abzuschöpfen. **Ertrag**
- Das Risiko von Hypotheken ist stark an die Bewertung von Immobilien gekoppelt. Durch Vorgabe von Belehnungsobergrenzen und Tragbarkeitsvorschriften kann jedoch sichergestellt werden, dass Immobilienpreise sehr stark fallen müssen, bevor aus Sicht des Hypothekeninvestors Verluste realisiert werden. Je nach Umsetzungsvariante kann durch Bilanzierung zum Nominalwert zudem das buchhalterische Schwankungsrisiko reduziert werden. **Risiko**
- Die Hürden zum Aufbau von strategischen Hypothekenpositionen werden kleiner. Durch die Lancierung von Kollektivanlagen und den Ausbau des Angebots von Kreditdienstleistern gestalten sich sowohl indirekte wie auch direkte Umsetzung einfacher als dies noch vor einigen Jahren der Fall war. **Umsetzung**

AUGUR-Team

Haben Sie noch weitergehende Fragen zu unseren Prognosen oder interessieren Sie sich für weitere Dienstleistungen der c-alm AG. Gerne steht Ihnen unser AUGUR-Betreueungsteam zur Verfügung.

Ihre Ansprechpartner für AUGUR sind:

Kontakt und Support



Dr. Ueli Mettler

Partner

ueli.mettler@c-alm.ch

+41 71 227 35 35



Philipp Weber CFA

Senior Consultant

philipp.weber@c-alm.ch

+41 71 227 35 92