



AUGUR Research-Letter 3. Quartal 2015

Thema: Pfandgesicherte FW-Anleihen - die verschmähte Anlageklasse

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

Fremdwährungsanleihen gehören zu den Kernkategorien in einem institutionellen Portfolio. Oft beschränken sich Schweizer Anleger auf FW-Anleihen mit guter Kreditqualität – im Jargon auf Anleihen, die mit einem Investment Grade Rating (AAA-BBB) versehen sind. Die Strukturierung des FW-Anleihenportfolios wird dann mehrheitlich an der Marktkapitalisierung ausgerichtet. Legt man der Strukturierung den Barclays Global Aggregate zugrunde, so resultiert eine Position von 66% gegenüber öffentlichen Schuldner, ein Gewicht von 18% gegenüber Unternehmensanleihen und – last but not least – eine nicht unwesentliche Position von 16% in pfandgesicherten Anleihen. Den Löwenanteil dieses Segments bilden die „US Mortgage-backed securities“ (US MBS), also durch amerikanische Immobilien gesicherte Hypothekensicherheiten. Nun ist aber just diese Anlageklasse seit der Finanzkrise stark in Verruf und findet hierzulande kaum Anhänger. Auch der Gesetzgeber äussert sich gegenüber dieser Anlageklasse kritisch und ordnet sie gemäss den neuen BVV 2 Vorschriften den alternativen Anlagen zu. Wir fragen uns: Ist diese Skepsis gerechtfertigt oder schlummert in diesem Anleihensegment – notabene eines der grössten und liquidesten überhaupt – brachliegendes Ertragspotential, das Linderung gegen den allgegenwärtigen Renditenotstand verspricht?

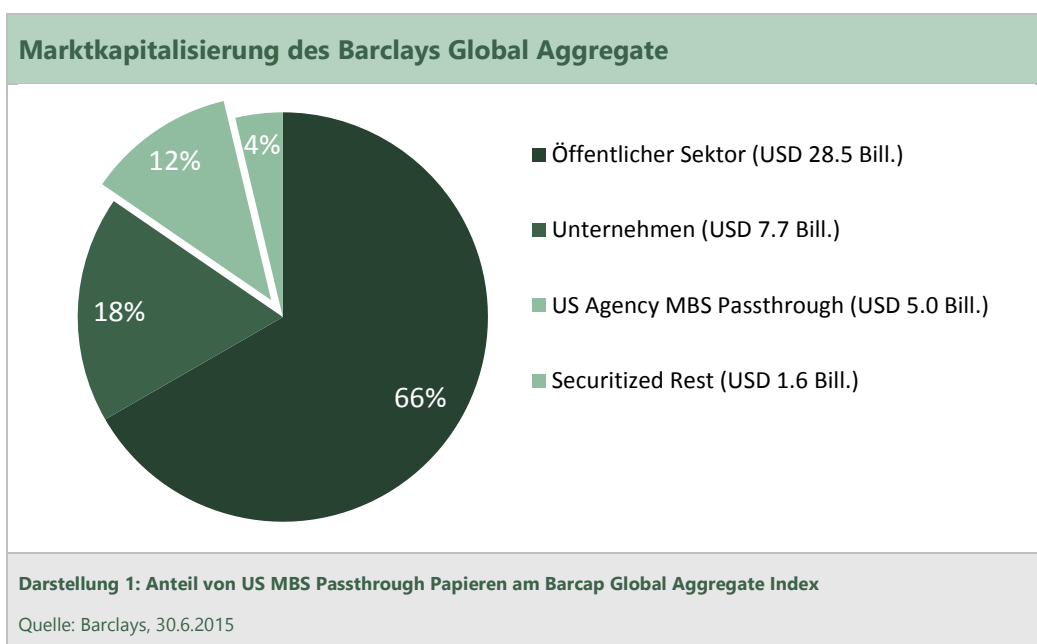
Eine angeregte Lektüre wünscht

Ihr Augur Team

1 Vorstellung der Anlageklasse US MBS

In diesem Research Paper widmen wir uns der Kategorie pfandgesicherte Fremdwährungsanleihen. Unser Fokus richtet sich auf US Agency MBS Passthrough Papiere (US MBS). Dieses Segment macht – wie nachfolgend dargestellt – rund 12% des breit gestreuten, globalen Bondindex Barclays Global Aggregate aus. Schon nur aufgrund der schiereren Grösse dieses Marktsegments scheint eine vertiefte Auseinandersetzung gerechtfertigt.

Bedeutung von US MBS



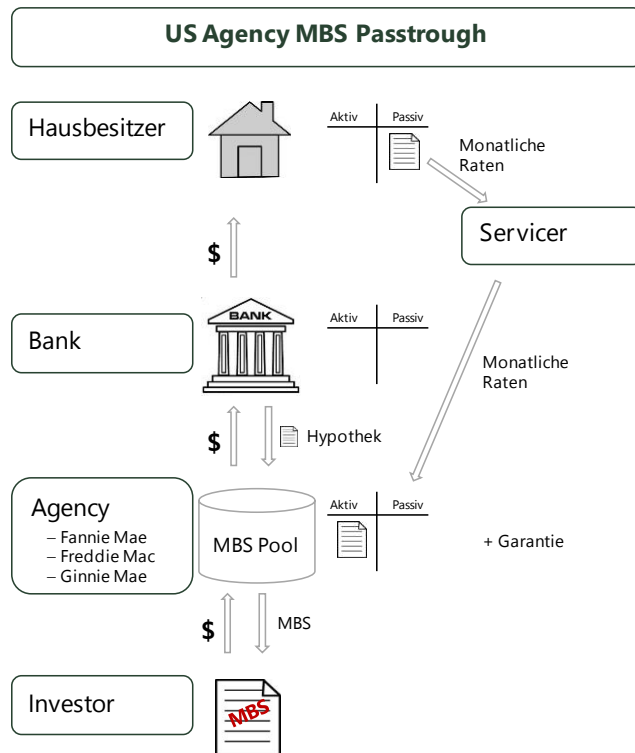
Bei US MBS handelt es sich um mit US Hypotheken besicherte Anleihen, die von den Institutionen (Agencies) des staatlichen bzw. halbstaatlichen US-Hypothekensystems¹ emittiert und garantiert werden. Der Begriff Passthrough bezieht sich darauf, dass die Zinszahlungen der Hypothekarschuldner an die Investoren der US MBS weitergeleitet werden. Die Hypothekarschuldner haben die Möglichkeit, ihre Hypotheken frühzeitig

Funktionsweise von US MBS

¹ Die Agencies werden meist wie folgt bezeichnet: Freddie Mac, Fannie Mae und Ginnie Mae. Die Bezeichnungen stehen für Government National Mortgage Association (Ginnie Mae), Federal Home Loan Mortgage Association (Fannie Mae) und Federal National Mortgage Association (Freddie Mac). Bei Ginnie Mae handelt es sich um ein staatliches Unternehmen (Government Owned Enterprises), Fannie Mae und Freddie Mac sind Government Sponsored Enterprises (GSEs), welche seit der Finanzkrise 2008 unter staatliche Vormundschaft gestellt wurden. Die Papiere von Ginnie Mae verfügen über eine explizite Staatsgarantie. Bei den Papieren von Fannie Mae und Freddie Mac wird im Allgemeinen von einer impliziten Staatsgarantie ausgegangen.

zurückzahlen (=early prepayment option), womit sich für die Restlaufzeit der Anleihe entsprechend die Zinszahlungen reduzieren.

Struktur von US MBS



Darstellung 2: Akteure und Vertriebsprozess im Markt für US MBS

Quelle: Eigene Darstellung

Das US MBS Universum umfasst aktuell ca. 1.5 Mio. Anleihen auf jeweils unterschiedliche zu Grunde liegende Hypotheken-Pools. Aufgrund der Größe dieses Universums werden diese Anleihen gruppiert, wobei sich die Anleihen in einer Gruppe durch homogene Eigenschaften (bspw. bezüglich Emittent, Laufzeit, etc.) auszeichnen.

Universum von US MBS

Das Teilsegment US MBS innerhalb des Barclays Global Aggregate setzt sich sodann aus rund 300 homogener Anleihen-Gruppen zusammen. Diese Gruppen werden auch als synthetische Instrumente bezeichnet, die – obwohl sie sich auf eine klar bezeichnete Anzahl von Anleihen beziehen – selbst nicht direkt handelbar sind.

Abbildung des Segments im Barclays Global Aggregate

Die einzelnen US MBS können direkt gehandelt werden. Allerdings ist der Markt aufgrund der hohen Anzahl unterschiedlicher Anleihen nicht sehr übersichtlich und die Liquidität variiert stark. Viele Anleger bevorzugen daher den Handel in sogenannten to-be-announced (TBA) Kontrakten. Ein TBA ist ein ausserbörslich geschlossenes Termingeschäft, welches ähnlich wie ein Bondfuture („Forward“) aufgebaut ist: Bei Fälligkeit

Handel mit US MBS

des TBA-Kontraktes ist der Verkäufer verpflichtet, aus einer Gruppe eindeutig bezeichneter MBS Anleihen eine Anleihe seiner Wahl zu liefern. TBAs gehören nach den US Staatsanleihen zu den liquidesten Nominalwertanlagen überhaupt. Aufgrund der hervorragenden Liquidität dieser Kontrakte bilden indexorientierte Anleger das Segment der US MBS hauptsächlich mit TBA-Kontrakten ab. Ein aktiv bewirtschaftetes US MBS Portfolio weist oft eine Kombination von Direktanleihen und TBA-Kontrakten auf.

2 Rendite- und Risikoprognosen für MBS

Die folgende Darstellung zeigt die Herleitung der c-alm Fundamentalprognosen für die US MBS Papiere und stellt diese den entsprechenden Werten der Segmente Globale Staatsanleihen bzw. Globale Unternehmensanleihen gegenüber. Die einzelnen Komponenten (Bruttoprognosen und Abzüge) werden weiter unten im Einzelnen erläutert.

	Brutto -prognose	+/- Anpassungen für			- Kostenabzüge		=Netto -prognose
		Credit	Pre- payment	FX -Hedge	TER	TTC	
Obligationen FW Staat	1.65%	-0.07%			-0.11%	-0.10%	1.37%
Obligationen FW Staat, hdgd	1.65%	-0.07%		-0.98%	-0.11%	-0.30%	0.19%
Obligationen FW Staatsnah	2.53%	-0.07%			-0.14%	-0.08%	2.24%
Obligationen FW Staatsnah, hdgd	2.53%	-0.07%		-1.04%	-0.14%	-0.28%	1.00%
Obligationen FW Inv. Grade Unternehmen	3.91%	-0.15%			-0.14%	-0.08%	3.54%
Obligationen FW Inv. Grade Unternehmen, hdgd	3.91%	-0.15%		-1.15%	-0.14%	-0.28%	2.19%
US Agency MBS Passthrough	4.44%	-0.01%	-0.58%		-0.14%	-0.08%	3.64%
US Agency MBS Passthrough, hdgd	4.44%	-0.01%	-0.58%	-1.25%	-0.14%	-0.28%	2.19%

Darstellung 3: Herleitung der c-alm Fundamentalprognosen für MBS

Quelle: Augur Prognosedatenbank, 30.6.2015, TER Kostenabzüge beziehen sich auf Vorsorgeeinrichtungen mit einem Vermögen von CHF 200 – 1000 Mio.

Im Rahmen unserer fundamentalen Prognosemethode bildet sich die Bruttoprognose eines Anleihensegments als Summe aus der segmentspezifischen Verfallsrendite und dem Roll Down Effekt.² MBS weisen im Vergleich zu den anderen Segmenten eine äusserst attraktive Bruttoprognose aus. Wie wir im Folgenden zeigen, kann aufgrund von frühen Rückzahlungen dieses Ertragspotential jedoch nicht vollumfänglich abgeschöpft werden.

Bruttoprognose

²Weitere Informationen zum Prognoseansatz bei festverzinslichen Nominalwertanlagen können dem Research Letter 2014Q1 entnommen werden.

Sämtliche MBS Papiere, die sich im Benchmarkuniversum befinden, verfügen über ein AAA-Rating. Gestützt auf die Annual Default Study von Moodies veranschlagen wir für diese Ratingkategorie einen erwarteten Kreditverlust von 0.01%. Die Kreditrisikoallokation und die durchschnittliche Restlaufzeit (=>Duration) der verschiedenen Anleiensegmente sind nachfolgend dargestellt.

Abzüge für Kreditrisiko

Kredit- und Zinsrisiko										
		Erwartete Kreditausfälle in % des Nominals (kum. 5 Jahre)								
		AAA	AA	A	BBB	BB	B	<B		
Moodies Annual Default Study 2014		0.03%	0.25%	0.62%	1.06%	6.12%	14.35%	29.41%		
		Rating-Allokation der Nominawertkategorien								
Nominawertkategorie		AAA	AA	A	BBB	BB	B	<B	Erwarteter Kreditverlust (jährlich)	Duration
Obligationen FW Staat		39.8%	20.0%	29.1%	11.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.07%	7.29
Obligationen FW Staatsnah		36.3%	32.9%	16.2%	14.5%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.07%	5.87
Obligationen FW Inv. Grade Unternehmen		1.0%	10.3%	44.4%	44.3%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.15%	6.36
US Agency MBS Passthrough		100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.01%	4.64

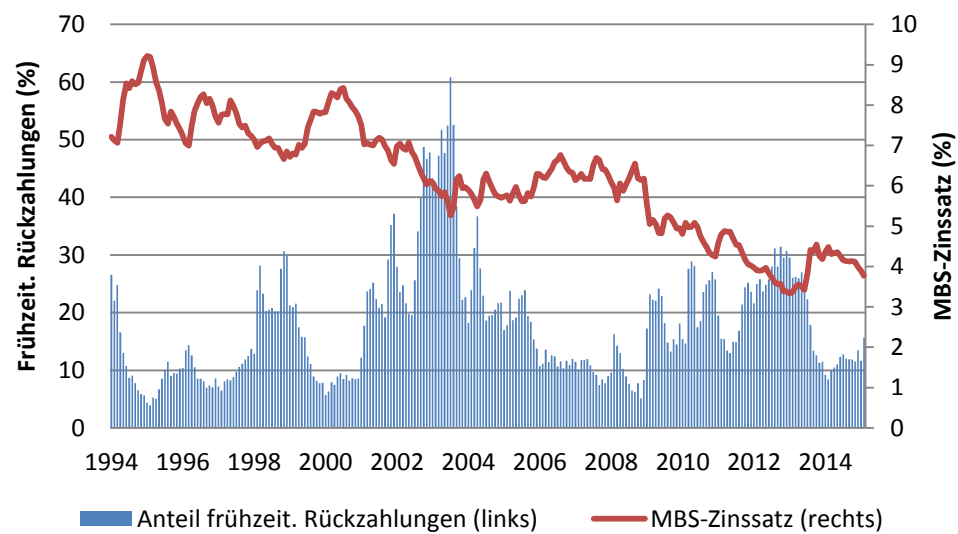
Darstellung 4: Herleitung der annualisierten erwarteten Kreditausfälle aus den ratingspezifischen kumulativen Kreditausfällen über einen Zeitraum von fünf Jahren sowie Durationskennzahl zur Bestimmung des Zinsrisikos

Quelle: Augur Prognosedatenbank, Moodies, Barclays Capital, 30.6.2015

Weitaus schwerer als die erwarteten Kreditverluste wiegen die Verluste, die aufgrund von frühzeitigen Rückzahlungen entstehen. Per 30.6.2015 entspricht das durchschnittliche Bewertungsniveau von US MBS z.B. einem Wert von 104.8. Bei einer frühzeitigen Rückzahlung erhält der Investor jedoch nur den Nominalwert von 100. Beträgt die Quote von frühzeitigen Rückzahlungen (Prepayment Rate) 10%, dann entstehen dem Investor Wertebussen im Umfang von $(100-104.8) \times 10\% = -0.48\%$. Frühzeitige Rückzahlungen können verschiedene Ursachen haben. Umzüge, Scheidungen und Todesfälle führen zu einer eher konstanten „strukturellen“ Rückzahlungsquote. In Zeiten von deutlichen Zinssenkungen refinanzieren jedoch viele Hypothekarschuldner ihre Häuser und es kommt zu einem Anstieg der Rückzahlungen. Basierend auf der nachfolgend dargestellten historischen Analyse der frühzeitigen Rückzahlungen veranschlagen wir für die Berechnung des rückzahlungsbedingten Wertverlustes eine Rückzahlungsquote von 12%.

Abzüge für Prepayment Loss

Frühzeitige Rückzahlungen



Darstellung 5: Historischer Verlauf von frühzeitigen Rückzahlungen am Beispiel von Standard Hypotheken mit 30-jähriger Laufzeit

Quelle: Freddy Mac, Fannie Mae, BlackRock,, Januar 2015

Da sämtliche Papiere im verwendeten MBS Universum in US Dollar denominated sind, **Kostenabzüge** basiert die Annahme für Währungsabsicherungskosten auf Termin- und Kassapreisen für den USD/CHF Kurs. Bei den Abzügen für die Verwaltungs- und Transaktionskosten stützen wir uns auf die SwissFee Kostenerhebung für breit diversifizierte Obligationenportfolios.³

³ Weitere Informationen zu den Abzügen können dem Konzeptpapier zu den c-alm Fundamentalprognosen entnommen werden.

3 Klassifizierung nach BVV 2

Als der Gesetzgeber mit der Einführung der neuen BVV 2 Vorschriften eine Reihe von Anleihensegmenten neu als alternative Anlagekategorien eingestuft hat, hatte er nicht zuletzt die hier thematisierten US MBS im Visier. Dieser Absicht verlieh er mit dem Wortlaut von Art. 53 Abs. 3 lit. b Ausdruck, gemäss dem nämlich insbesondere „...verbriefte Forderungen wie Asset Backed Securities oder andere Forderungen, die aufgrund eines Risikotransfers zustande gekommen sind...“, als alternative Anlagen einzustufen sind.

Absicht des Gesetzgebers: BVV 2

Nicht Gegenstand dieser Ausführungen soll es sein, ob die Einstufung der US MBS aufgrund des Rendite-Risiko-Charakters der Anlageklasse materiell gerechtfertigt ist. Nur so viel dazu: in der Finanzkrise mussten die Papiere dieses Segments freilich (temporär) substanzielle Wertebussen hinnehmen. Diese Wertebussen haben sich aber nach der Krise weitgehend erholt und das Segment ist über die ganze Krise hinweg von Kreditausfällen gänzlich verschont geblieben.

Materielle Betrachtung

Ökonomisch lässt sich eine US MBS freilich auch den besicherten Anleihen gemäss Art. 53 Abs. 1 lit. b Ziff. 5 zuordnen, womit die Instrumente unter die traditionellen Nominalwerte zu subsumieren wären. In den Erläuterungen werden besicherte Anleihen als Anleihen definiert, bei denen der Emittent und der Schuldner als auch zusätzlich die Deckungsmasse als Sicherheit dienen. Als Beispiel einer besicherten Anleihe wurden in den Erläuterungen explizit nur die Schweizer Pfandbriefe genannt. In der BSV Mitteilung Nr. 138 wurde diese Klassifizierung auch auf ausländische Pfandbriefe ausgeweitet, bei denen Emittent, Schuldner und **Kreditgeber** gemeinsam für die Erfüllung der Schulden haften. Bei MBS haften Emittent, Schuldner und Deckungsmasse gemeinsam für die Schuld. Im Fall von Ginnie Mae haftet zudem explizit der Amerikanische Staat. Wir sind daher der Auffassung, dass basierend auf dem Wortlaut der BSV-Mitteilung 138 zumindest die Papiere von Ginnie Mae als klassische Anleihen zu klassifizieren sind.

Formell differenzierte Diskussion: BSV Mitteilung 138

4 Handlungsempfehlung für Schweizerische Pensionskassen

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

- Das Segment der US MBS ist eines der bedeutendsten und liquidesten Anlei- **Grösse / Liquidi-**
hensegmente überhaupt – und sollte schon nur deshalb auf strategischer Ebene **tät**
Eingang in die Traktandenliste institutioneller Anleger finden.
- Das Ertragspotential der US MBS erscheint gemäss unserer fundamentalen **Ertrag**
Prognosemethode intakt. Selbst nach Abzug der im Rahmen der Währungsab-
sicherung anfallenden Renditeeinbussen verbleibt das Ertragspotential sub-
stantiell über den Aussichten anderer Anleihensegmente.
- Die teils mit expliziter US-Staatsgarantie, teils mit impliziten Zusicherungen ver- **Risiken**
sehenen US-Pfandbriefinstitute, welche die Rückzahlung der US MBS garantie-
ren, werden von den Rating-Gesellschaften mit der maximalen Kreditqualität
eingestuft. Neben dem tiefen Kreditrisiko fällt auch das Zinsrisiko – gemessen
durch die Duration von 4.6 – vergleichsweise tief aus. Das mit US MBS einher-
gehende USD-Währungsrisiko lässt sich absichern. Im Vergleich zu anderen An-
leihensegmenten gilt es einzig das Risiko frühzeitiger Rückzahlungen (prepay-
ment risk) in die Überlegungen miteinzubeziehen.

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