

Viewpoints

Januar 2008

Felix Blomenkamp erläutert die aktuelle Lage am europäischen Markt für Asset-backed Securities im Schatten der US-Subprime-Krise**Felix Blomenkamp, CFA**

Senior Vice President, Portfolio Manager

Herr Blomenkamp ist Senior Vice President und Portfoliomanager bei PIMCO. Als Leiter des European Collateralized Sector Teams verantwortet er den Bereich Asset-Backed Securities und Pfandbriefe in Europa. Herr Blomenkamp trat 1998 in das Unternehmen ein, nachdem er bei der Allianz Lebensversicherungs-AG in Stuttgart als Portfoliomanager für den Darlehensbestand zuständig gewesen war. Herr Blomenkamp verfügt über elf Jahre Erfahrung im Portfoliomanagement und besitzt einen Abschluss als Diplom-Kaufmann in Betriebswirtschaft der Universität Würzburg.

Im Januar 2007 hat PIMCOs Experte für Asset-backed Securities (ABS) in München, Felix Blomenkamp, einen Überblick über den europäischen ABS-Markt und die Anlagemöglichkeiten gegeben. Seither hat die Krise im US-Subprime-Segment bei Investoren zu einiger Verunsicherung geführt. Im untenstehenden Interview erläutert Herr Blomenkamp, was sich für europäische Anleger seither tatsächlich verändert hat.

Q: Im zweiten Halbjahr 2007 haben sich die Ereignisse an den Märkten überschlagen. Asset-backed Securities (ABS) haben dabei eine zentrale Rolle gespielt. Können Sie uns kurz erklären, was im ABS-Segment genau passiert ist?

Blomenkamp: Die Ereignisse haben in den USA ihren Anfang genommen, und zwar im so genannten „Subprime“-Segment mit Verbriefungen von Hypotheken an Schuldner schlechterer Bonität. Mit steigenden Zahlungsausfällen von diesen Kreditnehmern haben am Markt die Zweifel bezüglich der Qualität dieser Form von ABS, so genannten Mortgage-backed Securities (MBS), zugenommen. Obwohl die Schuldnerprobleme in erster Linie auf das Subprime-Segment beschränkt sind, haben Investoren aber dem gesamten ABS- und MBS-Segment den Rücken gekehrt. In der Folge haben sich die Renditeaufschläge auf diese Papiere, die so genannten Spreads, weltweit ausgeweitet. Diese Welle hat auch Europa erfasst, ohne dass dabei auf die Fundamentaldaten der verbrieften Forderungen geachtet worden wäre.

Q: Wie steht es um den europäischen ABS-Markt?

Blomenkamp: Der europäische Hypothekemarkt ist grundsätzlich in einer besseren Verfassung als der amerikanische. Der europäische Immobilienmarkt war insgesamt weniger stark überhitzt und ein ausgeprägtes Subprime-Segment wie in den USA existierte in diesem Umfang nicht. Als Beispiel für Europa wäre vor allem das „non-conforming“ Segment in Großbritannien zu nennen. Trotz Ähnlichkeiten mit dem US-Subprime-Markt sind aber sowohl Kreditvergabestandards als auch der Zinsanstieg für variabel verzinsliche Hypotheken nicht direkt mit jenen in den USA vergleichbar. Für Europa gilt, dass kein einheitlicher Immobilienmarkt existiert. So können sich

Viewpoints

Januar 2008

beispielsweise die Kreditvergabepraxis, der Beleihungswertauslauf, die Zinsbindung und die Entwicklung der Häuserpreise in einzelnen Ländern sehr stark unterscheiden.

Der europäische ABS-Markt besteht aber nicht nur aus Hypothekerverbriefungen von Eigenheimen. Diese so genannten Residential Mortgage-backed Securities (RMBS) machen derzeit etwa 50% des gesamten europäischen ABS-Marktes aus. Weitere Verbriefungen haben Leasingforderungen, Autokredite und andere Forderungen als so genanntes „Underlying“. Großbritannien und Spanien bestritten insgesamt rund 40% des europäischen ABS-Emissionsvolumens in diesem Jahr. Deutschland, Italien und die Niederlande sorgten zusammen für etwa ein Viertel der neuen Verbriefungen.

Europäische ABS-Anleger sind daher in der Regel stärker diversifiziert. Die jüngsten Preisabschläge auf ABS zeichnen jedoch ein sehr undifferenziertes Bild, das die fundamentale Werthaltigkeit der meisten Verbriefungen in Europa nicht korrekt widerspiegelt.

Q: Wie kam es zu diesem Preisabschlag auf so breiter Front?

Blomenkamp: Hauptauslöser der Bewertungskorrektur waren die Nachrichten von Rückstufungen amerikanischer Subprime-MBS durch die Rating-Agenturen und erwartete höhere Verluste in den zugrundeliegenden Portfolios. Anleger von ABS-Verbriefungen aller Arten reagierten aufgrund von undifferenzierten Pressemeldungen über dieses Marktsegment sehr verunsichert. Die Worte „ABS“ und „MBS“ wurden pauschal als risikoreich eingestuft. Der hohe Analyseaufwand, der ohne Spezialistenkenntnisse sicherlich nur schwer zu bestreiten ist, führte daraufhin bei vielen Anlegern zu einer sehr vorsichtigen Haltung gegenüber allen Arten von Verbriefungen und zu einem abrupten Rückgang der Nachfrage.

Zu dieser Verunsicherung der Anleger hat beigetragen, dass der europäische ABS-Markt immer noch relativ jung ist. Viele ABS-Investoren sind mit dem Segment nach wie vor zu wenig vertraut und verfügen über keine ausreichenden Kapazitäten, um die Risiken in einem Sicherheiten-Pool zu analysieren. Daher haben sich viele Investoren hauptsächlich auf die Rating-Agenturen verlassen, die nun relativ spät mit einer Neueinschätzung der Risiken – sprich: Rückstufungen – amerikanischer Papiere reagierten.

Bei PIMCO basiert der Kauf von ABS grundsätzlich auf der eigenen Analyse und nicht auf der Einschätzung der Rating-Agenturen. Der zugrundeliegende Forderungs-Pool jeder Verbriefung, in die wir investieren, wird jeweils von unserem Credit-Research-Team durchleuchtet. Erst wenn wir von der Werthaltigkeit des Underlyings überzeugt sind, investieren wir. Dies gilt für Neuemissionen ebenso wie für Investitionen am Sekundärmarkt.

Q: Bieten ABS-Indizes eine gute Richtschnur?

Blomenkamp: Die ABS-Indizes in den USA, die in letzter Zeit häufig in der Presse zitiert werden, beziehen sich lediglich auf das Segment der US-Subprime-MBS. Die

Viewpoints

Januar 2008

Indizes für die jeweiligen Rating-Kategorien (z.B. AAA-Emissionen) werden aus je zwanzig Transaktionen mit diesem Rating eines bestimmten Jahrgangs gebildet. Wer in einen solchen Index investiert, würde also eine gleichmäßig verteilte Investition über diese zwanzig Titel eingehen. Die ABS-Indizes für die verschiedenen Rating-Segmente des US-Subprime-Marktes spiegeln die tatsächliche Performance dieses Marktsegmentes derzeit aber nur bedingt wider. Zum einen ist die Zahl der dem Index zugrundeliegenden Transaktionen relativ gering. Zum anderen nutzen viele Marktteilnehmer die Indizes zu spekulativen Zwecken und nicht nur zur Absicherung, weshalb Verzerrungen möglich sind. Der Index kann daher nur als Indikator dienen, gibt aber keine umfassende Auskunft über die Ausfallwahrscheinlichkeit beziehungsweise die Qualität des Gesamtmarktes der US-Subprime-MBS.

Q: Unterscheidet sich derzeit die Lage am Primär- von jener am Sekundärmarkt?

Blomenkamp: Der europäische ABS-Primärmarkt, von dem etwa die Hälfte in diesem Jahr auf RMBS entfiel, ist seit August mehr oder weniger zum Stillstand gekommen.

Im Sekundärmarkt wird weiterhin gehandelt, wobei die Teilnehmer mehrheitlich institutionelle Anleger sind. Allerdings ist die Liquidität eingeschränkt mit deutlich geringeren Volumina als noch in der ersten Jahreshälfte. Viele Käufer sind jedoch äußerst vorsichtig und manche warten ab in der Annahme, dass die Preise möglicherweise noch weiter fallen könnten. Wie lange die Unsicherheit anhalten wird, ist im Moment noch schwierig abzuschätzen. Im Moment gehen wir aber davon aus, dass der Verkaufsdruck im ersten Quartal 2008 nachlassen wird.

Q: Gibt es Möglichkeiten für Anleger, von den jüngsten Ereignissen zu profitieren?

Blomenkamp: Viele Papiere handeln derzeit auf einem Niveau, das im Englischen als „distressed“ bezeichnet wird, sprich: ABS können momentan zu sehr günstigen Preisen gekauft werden im Vergleich zu ihrer Qualität und Werthaltigkeit. „Distressed“ bezieht sich in diesem Zusammenhang also nicht unbedingt auf die Werthaltigkeit der zugrundeliegenden Assets, sondern auf die Preise. Spezialisierte Investoren mit entsprechendem Know-how können durch eingehende Analyse in diesem Umfeld jene Marktsegmente oder Transaktionen orten, die werthaltig sind und ein attraktives Preis/Risiko-Profil aufweisen. Insofern haben die Marktturbulenzen und die deutlichen Preisabschläge im europäischen ABS-Markt also interessante Einstiegsmöglichkeiten geschaffen.

Wenn sich die Lage am Markt beruhigt und die Unsicherheit der fundamentalen Analyse weicht, erwarten wir eine Normalisierung der Preise, die qualitativ hochwertige ABS begünstigen sollte. Auch ohne auf eine baldige Verringerung der Risikoprämien zu setzen, bieten werthaltige Verbriefungen, die bis zur Endfälligkeit die vereinbarten Zahlungen leisten werden, attraktive Zinsaufschläge über die Laufzeit der Transaktion hinweg. Anlegern, die solche Titel in ihr Portfolio aufnehmen und weniger sensitiv im Hinblick auf Preisschwankungen sind, bieten sich daher zurzeit am Sekundärmarkt gute Einstiegsmöglichkeiten.

Viewpoints

Januar 2008

Q: Worauf sollten Anleger in diesem Umfeld besonders achten?

Blomenkamp: Investoren sollten sich bewusst sein, dass es vielleicht noch einige Monate dauern kann, bis sich der Markt beruhigt. Bis dahin sind weitere Turbulenzen nicht auszuschließen. Eine sorgfältige Analyse der ABS-Papiere sollte einer Investition auf jeden Fall vorausgehen. Dabei gilt es nicht nur den zugrundeliegenden Pool und den Forderungsverkäufer auf seine Qualität hin zu überprüfen, sondern auch das beste Marktsegment hinsichtlich Asset-Klasse und Region auszuwählen. Dabei ist die Expertise eines spezialisierten Vermögensverwalters auf jeden Fall sehr hilfreich.

Q: Vielen Dank für das Gespräch, Herr Blomenkamp.

London

PIMCO Europe Ltd
(Registriert in England and Wales, Firmennr. 2604517)
Eingetragener Firmensitz
Nations House
103 Wigmore Street
London W1U 1QS
Großbritannien
44-20-7872-1300

München

PIMCO Europe Ltd, Zweigniederlassung München
(Registriert in Deutschland, Firmennr. 157591)
Eingetragener Firmensitz
Nymphenburger Straße 112-116
80636 München
Deutschland
49-89-1221-90

Amsterdam

PIMCO Europe Ltd, Amsterdam Branch
(Registriert in den Niederlanden, Firmennr. 24319743)
Eingetragener Firmensitz:
Schiphol Boulevard 315
Tower A6
1118 BJ Luchthaven Schiphol
Niederlande
31 20 655 4710

PIMCO Europe Ltd., PIMCO Europe Ltd. Amsterdam Branch und PIMCO Europe Ltd. Zweigniederlassung München sind von der Financial Services Authority (25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS), in Großbritannien zugelassen und werden von dieser beaufsichtigt. PIMCO Europe Ltd. Zweigniederlassung München unterliegt zusätzlich der Aufsicht durch die BaFin gemäß § 53b des Gesetzes über das Kreditwesen in Deutschland und PIMCO Europe Ltd. Amsterdam Branch unterliegt zusätzlich der Aufsicht durch die AFM in den Niederlanden. Die Dienstleistungen und Produkte, die PIMCO Europe Ltd. anbietet, sind nur für Anleger bestimmt, die unter die Kategorien "Market Counterparty" oder "Intermediate Customer" fallen, wie sie im Handbuch der Financial Services Authority definiert werden. Sie stehen Kleinanlegern nicht zur Verfügung, die sich nicht auf die vorliegende Mitteilung verlassen sollten.

Viewpoints

Januar 2008

Jeder Sektor des Rentenmarktes birgt Risiken. Manche Anleihen können Gewinne erzielen und es können von Zeit zu Zeit Steuerverbindlichkeiten entstehen. Jegliche Garantie bei Staatsanleihen bezieht sich lediglich auf die pünktliche Rückzahlung des gezahlten Kapitals und die Zinszahlungen. Die Anteile eines Portfolios, das in Staatsanleihen investiert, werden nicht garantiert. Bei Unternehmensanleihen gibt es keine Garantie, dass der Emittent seine Verpflichtungen erfüllen wird.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie oder ein zuverlässiger Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Diese Veröffentlichung gibt die Meinung des Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung wieder, aber nicht unbedingt die der PIMCO Gruppe. Sie stellt keine Empfehlung für eine bestimmte Wertpapierstrategie oder ein bestimmtes Anlageprodukt dar und es wird keine Garantie dafür gegeben, dass die oben genannten Szenarien definitiv eintreten werden. Die vom Verfasser geäußerten Ansichten können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Diversifikation sichert nicht vor Verlusten. Asset-backed Securities (ABS) und Mortgage-backed Securities (MBS) können zinsempfindlich sein; wenn die Zinsen steigen, sinkt generell der Wert der ABS bzw. MBS. Es wird keine Garantie dafür gegeben, dass die privaten Garantiegeber oder die Versicherer ihren Verbindlichkeiten nachkommen werden. Die hier enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die wir für zuverlässig halten. Jedoch wird keine Gewähr für deren Richtigkeit und Vollständigkeit übernommen. Diese Veröffentlichung dient ausschließlich zu Informationszwecken und sollte nicht als Anlageberatung oder als ein Angebot zum Verkauf eines Wertpapiers verstanden werden. Ohne ausdrückliche schriftliche Erlaubnis darf kein Teil dieser Veröffentlichung in irgendeiner Form vervielfältigt oder in anderen Publikationen zitiert werden. © 2008, PIMCO.