

WOHNIMMOBILIEN: BODE

Eine Umfrage von S&P Valuation & Risk Strategies in London untersucht die Bewertungsmethoden von Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS).

Im aktuellen Marktumfeld hoher Kreditrisiken ist es eine der größten Herausforderungen für global anlegende Investoren, ihre internen Annahmen für die Wertpapierbewertung zu validieren. Als Antwort darauf hat Standard & Poor's Fixed Income Risk Management Services (FIRMS), die getrennt von S&Ps Kreditrating-Business agiert, in den letzten zwölf Monaten vierteljährliche Erhebungen zu den genutzten Bewertungsmethoden für RMBS durchgeführt. Institutional Money diskutiert mit zwei Führungskräften von S&P Valuation & Risk Strategies in London den Hintergrund der durchgeführten Erhebungen und die Erkenntnisse, die daraus gewonnen werden können.

Warum startete S&P die Umfrage zur Bewertung von RMBS?

Peter Jones, Senior Director Valuation & Risk Strategies: Es besteht weitgehend Einigkeit darüber, dass eine verbesserte Transparenz und Kohärenz der Prozesse in der Bewertung von RMBS allen Beteiligten helfen wird, den Vertrauensschaden der Anleger zu heilen. Außerdem würde dies dazu beitragen, die Aktivitäten in den weiter gefassten Kreditmärkten wiederzubeleben. Um diesen Prozess zu unterstützen, hat S&P FIRMS seit Januar 2009 vier Erhebungen in Europa und drei in Amerika durchgeführt, und

»Eine verbesserte Transparenz der RMBS-Bewertung wird den Vertrauensschaden der Anleger heilen.«

Peter Jones,
Senior Director S&P Valuation & Risk Strategies

zu Jahresbeginn fand auch in Australien die erste Erhebung statt.

Wie sind die Erhebungen aufgebaut, um dieses Ziel zu erreichen?

Peter Jones: Wir fordern die Marktteilnehmer auf, Einzelheiten über ihre Methoden zur Bewertung aller Kategorien europäischer und US-amerikanischer RMBS bereitzustellen und uns ihre Erwartungen für vier wichtige Größen mitzuteilen, die in die Bewertung einfließen – auf Ebene der Assetklasse (Qualität), des Jahrgangs und der individuellen Transaktion.

Durch den Vergleich mit den Ergebnissen der vorangegangenen Quartale können wir zum einen Veränderungen bei den Einschätzungen der Investoren bezüglich der Wert-

entwicklung der RMBS-Sicherheiten beobachten und zum anderen die sich abzeichnenden Trends in der Methodik. Im Lauf der Erhebungsreihe schaffen wir einen Konsens bei den Prämissen und Methoden, die von Investoren in strukturierten Finanzierungen typischerweise angewendet werden.

Was sind die vier wichtigsten Eingangsgrößen für die Bewertungs-Modelle, die Sie eben erwähnten?

Peter Jones: Haupteingangsfaktoren sind gemäß der Untersuchung die Forderungsausfallsquoten, also der Prozentsatz der Schuldner, die ihren Rückzahlungsverpflichtungen nicht nachkommen, was zu Zwangsvollstreckung oder Strafandrohung führt; das Verlustausmaß, also das Ausmaß der auftretenden Verluste auf die betreffende Sicherheit; die Rate der vorzeitigen Rückzahlungen, also der Anteil der Schuldner, die ihre Hypothek vorzeitig zurückzahlen; und die Rückflussdauer, das ist die Zeit, die benötigt wird, bis alle fälligen Zahlungen eingefordert sind.

Wenn die Marktteilnehmer die Schätzbreite dieser Eingangsfaktoren kennen, haben sie die Möglichkeit, sie besser zu verstehen, und können problematische Informationsungleichheiten verringern. Außerdem können sie ihre getroffenen Annahmen vor einem klaren und unabhängigen Hintergrund begründen.

Was erhoffen Sie sich von künftigen Umfragen?

Peter Jones: Wir sind schon gespannt auf die Ergebnisse unserer nächsten Europa-Umfrage, die wir Ende März durchgeführt haben. Und wir hoffen, dass der zunehmende Datenbestand dazu beitragen wird, eine Benchmark für die Prämissen und einen Konsens bei den Bewertungsmetho-

Über S&P Valuation & Risk Strategies

S&P Valuation & Risk Strategies ist eine Einheit der Ratinggesellschaft Standard and Poor's Corporation (S&P). Sie wurde im Januar 2010 ins Leben gerufen, um Investoren einen robusten, international ausgerichteten Ansatz bei der Bewertung von Risiken und Wertansätzen für ihre Portfolios zur Verfügung zu stellen.

Peter Jones arbeitet als Senior Director und James West als Director bei S&P Valuation & Risk Strategies. Bei der Erhebung über die angewandten Methoden zur Bewertung von RMBS befragte S&P zahlreiche Teilnehmer aus verschiedenen Ländern über ihre Vorgehensweise bei der RMBS-Bewertung.

WERTBILDUNG BIS ENDE 2010



Peter Jones,
Senior Director S&P
Valuation & Risk Strategies

S&P Valuation & Risk Strategies befragte Marktteilnehmer zu ihren Methoden und Modellannahmen zur Bewertung von RMBS. Durch die öffentliche Auswertung der Ergebnisse soll ein Konsens geschaffen werden bei den Annahmen und Methoden, die Investoren in strukturierten Finanzierungen anwenden.

James West,
Director Valuation
& Risk Strategies

den zu finden. Beides soll dazu beitragen, dass Bewertungsstandards bei der Bestimmung des ökonomischen – inneren – Wertes und des Marktwertes für Wertpapiere gefunden werden, die ansonsten schwer zu evaluieren sind.

Herr West, was sind die wichtigsten Ergebnisse der jüngsten Umfrage?

James West, Director Valuation & Risk Strategies: Die Prognosen der Investoren über die Ausfallsquoten bei Hypothekenforderungen sind seit der letzten Quartalsumfrage für fast alle Kategorien und Jahrgänge von US-RMBS drastisch gestiegen. Dagegen sind die Prognosen über die Ausfallsquoten bei europäischen Hypothekenforderungen über alle Kategorien und Jahrgänge gefallen, mit Ausnahme Spaniens. Außerdem erwarten die Teilnehmer, dass die Talsohle bei Wohnimmobilienpreisen und bei neu emittierten

RMBS innerhalb der nächsten zwölf Monate erreicht sein wird, und zwar sowohl in Europa als auch in den USA.

Können Sie Angaben über die internen Annahmen machen, wenn die Teilnehmer ihre Bewertungen vornehmen?

James West: Die Annahmen über die Ausfallsquoten bei den zugrunde liegenden Hypothekenforderungen haben sich deutlich erhöht, und zwar für alle Kategorien und Jahrgänge von US-RMBS. Beispielsweise stiegen die Annahmen über die Ausfallswahrscheinlichkeit von variabel verzinslichen 2004er-US-Sub-Prime-RMBS durchschnittlich von 13 auf 26 Prozent. Dies steht im Gegensatz zu deutlichen Erwartungsverbesserungen für die Forderungsausfallsquoten in allen Kategorien und Jahrgängen britischer RMBS-Sicherheiten. Die Prognosen für Ausfallsquoten von spanischen, italienischen und niederländischen Hypothe-

kenforderungen sind ebenfalls gesunken. Die Schätzungen über das Verlustausmaß sind auch pessimistischer in den USA. Für alle Jahrgänge von UK-Prime-RMBS fielen die Zwölfmonatsschätzungen auf durchschnittlich 26,7 Prozent gegenüber 27,6 Prozent im dritten Quartal. Die Schätzungen für das Verlustausmaß von Zwölfmonats-US-Prime-RMBS hingegen näherten sich dem Niveau von US-Hypotheken geringerer Qualität. Für US-Prime-RMBS der Jahrgänge 2005, 2006 und 2007 liegen die Prognosen über das Verlustausmaß jetzt bei durchschnittlich 59 Prozent, während im selben Jahr die Erwartungen zum Verlustausmaß für US-Alt-A-RMBS sogar bei durchschnittlich 64 Prozent liegen.

Gibt es sonst inhaltliche Unterschiede zwischen der Umfrage im vierten Quartal 2009 und früheren Erhebungen?



» Die Talsohle bei Wohnimmobilienpreisen und neu emittierten RMBS wird innerhalb von zwölf Monaten erreicht sein.«

James West, Director Valuation & Risk Strategies

James West: Diesmal wurden die Teilnehmer gebeten, Fragen zu ihren Erwartungen für neues RMBS-Geschäft im kommenden Jahr zu beantworten. In den USA glauben die meisten Teilnehmer, dass das gesamte Non-Agency-RMBS-Neugeschäft weniger als zehn Milliarden US-Dollar betragen und traditionelle Prime-Quality-Merkmale aufweisen wird. Im Vereinigten Königreich liegt der Konsens für UK-Prime-RMBS-Neugeschäft zwischen elf und 25 Milliarden britische Pfund (16,5 und 37,5 Milliarden US-Dollar). Allerdings war der Rest der europäischen Buy-Side (33 Prozent) der Ansicht, die Zahl läge eher zwischen eins und zehn Milliarden Pfund (1,5 bis 15 Milliarden US-Dollar), während der Rest der Sell-Side (29 Prozent) ein Volumen von 25 bis 100 Milliarden Pfund

(37,5 bis 150 Milliarden US-Dollar) prognostizierte.

Gibt es weitere Unterschiede zwischen den Ansätzen der Buy-Side und der Sell-Side?

James West: Es gibt immer noch Unterschiede zwischen der Buy-Side und der Sell-Side, ebenso wie zwischen dem US-

und dem UK-Markt, wann genau ein Forderungsausfall angenommen wird. Rund 43 Prozent der Befragten in den USA gaben an, dass die Zwangsvollstreckung den Zeitpunkt des Ausfalls markiert, während eine knappe Mehrheit der US-Teilnehmer schon den Eintritt des Zahlungsverzugs als Ausfall ansah. Unterdessen betrachten in Großbritannien fast 90 Prozent der Buy-Side die Zwangsvollstreckung als Ausfallszeitpunkt – gegenüber 47 Prozent der Sell-Side.

Welche weiteren Teilnehmererwartungen haben sich für das kommende Jahr ergeben?

James West: Die Annahmen über die Wohnungspreise in den USA haben sich in der jüngsten Quartalsumfrage gegenüber dem Vorquartal leicht verbessert, und es scheint aktuell einen Konsens dahingehend zu geben, dass der Markt im vierten Quartal 2010 einen Boden finden wird. Es wird angenommen, dass die US-Hauspreise bis dahin noch um durchschnittlich fünf Prozent fallen werden. Ein Auftrieb wird allerdings durch Wachstum in einigen regionalen Märkten erwartet. Die durchschnittliche Schätzung für britische Wohnimmobilien für die kommenden zwölf Monate liegt bei einem Rückgang der Preise um 5,8 Prozent – verglichen mit einem prognostizierten Rückgang um sieben Prozent noch im dritten Quartal 2009. Auch für den niederländischen und den italienischen Markt wird eine Bodenbildung noch vor Jahresende erwartet. Dagegen dürfte der spanische Wohnimmobilienmarkt seinen Boden erst im zweiten Quartal 2011 finden.

Wir danken für das Gespräch.



Ausfallswahrscheinlichkeit

Geschätzte Ausfallswahrscheinlichkeit für variabel verzinsliche US-Sub-Prime-RMBS.

Jahrgang	Q3 2009	Q4 2009
2004	13 %	26 %
2005	17 %	33 %
2006	23 %	35 %
2007	23,5 %	34 %

Schätzungen aus Q3 und Q4 2009.

Quelle: S&P

Wohnimmobilienpreise

Schätzungen über die Entwicklung der Wohnimmobilienpreise aus Q3 und Q4 2009.

Land	Q4 2009	Q3 2009	
USA	Ø	-5,00 %	n. a.
	Min.	-10 %	n. a.
	Max.	5 %	n. a.
	Boden	Q4 2010	n. a.
UK	Ø	-5,80 %	-7 %
	Min.	-30 %	-30 %
	Max.	5 %	2 %
	Boden	Q4 2010	Q1 2010
Spanien	Ø	-16,80 %	-16 %
	Min.	-30 %	-45 %
	Max.	-5 %	-2 %
	Boden	Q2 2011	Q4 2010
NL	Ø	-5,70 %	-6 %
	Min.	-25 %	-20 %
	Max.	2 %	2 %
	Boden	Q3 2010	Q4 2010
Italien	Ø	-16,80 %	-7 %
	Min.	-30 %	-35 %
	Max.	-5 %	1 %
	Boden	Q4 2010	Q2 2010

Eine Bodenbildung wird für die meisten Länder noch 2010 erwartet, bis auf Spanien.

Quelle: S&P