

# Schweizer Pfandbriefinstitute

## Spezialreport Bondresearch

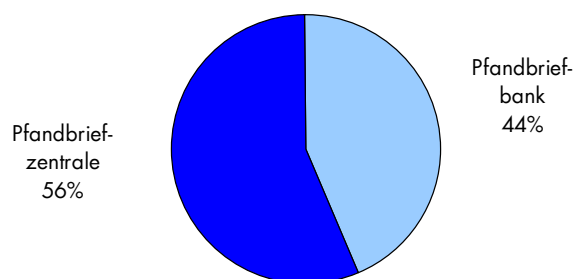
Analyst: Vitus Vonwil 044 292 38 47

3. November 2004

### Eckwerte 2003/2004 (in Mio CHF)

	Pfandbriefzentrale	Pfandbriefbank
Bilanzsumme	27 032	21 787
Pfandbriefdarlehen	25 593	20 735
Bruttogewinn	4.1	24.8
Jahresgewinn	3.5	21.6
EK/FK in %	3.7	3.0
<b>Moody's:</b>	<b>Aaa</b>	<b>Aaa</b>
<b>ZKB-Rating:</b>	<b>AAA</b>	<b>AAA</b>
<b>Outlook:</b>	<b>stabil</b>	<b>stabil</b>

### Anteil am Volumen ausstehender Pfandbriefe (CHF 47 Mrd)



### Bonitätsprofil

- Wir bewerten beide Pfandbriefinstitute mit der Höchstnote „AAA“. Die ausgezeichnete Bonität basiert auf dem laufend überwachten Deckungspool, der restriktiven Belehnungspolitik sowie der Bonität der jeweiligen Mitgliedsbanken. Wegen dieser Sicherheitskette, wie sie auch in der Abbildung auf der nächsten Seite dargestellt ist, sehen wir auf absehbare Zeit keine Gefährdung der Einstufung.

### In Kürze

- Gemäss dem Pfandbriefgesetz sind in der Schweiz lediglich zwei Institute, die Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken sowie die Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute, zur Ausgabe von Pfandbriefen berechtigt. Deren Tätigkeit ist gemäss Gesetz auf die Emission von Pfandbriefen beschränkt.
- Schweizer Pfandbriefe sind grundpfandgesicherte Wertpapiere. Neuemissionen werden schon seit längerer Zeit ohne Kündigungsrecht seitens des Emittenten ausgegeben. Für Anleihen besteht die Aufstockungsmöglichkeit, was positiv ist, da

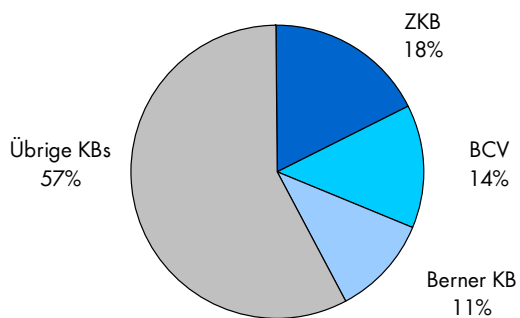
so die Liquidität erhöht wird. Waren Pfandbriefe früher nur mit längeren Laufzeiten ausgestattet, werden heute auch kürzere emittiert.

- Mit rund CHF 47 Mrd ausstehenden Pfandbriefen machen diese gut 17 % der CHF-Inlandanleihen aus und untermauern damit ihre grosse Bedeutung am CHF-Kapitalmarkt.
- Der Renditespread gegenüber „Eidgenossen“ ist, wie die Grafik auf Seite vier zeigt, seit Oktober 2001 deutlich gesunken. Obwohl Pfandbriefe eine deutlich tiefere Liquidität als Eidgenossen aufweisen, werden beide Instrumente aktuell mit fast gleichen Renditen gehandelt.
- Die Einführung des Pfandbriefindex Anfang 2002 führte zu einer zunehmenden Beachtung der Pfandbriefanleihen.
- Den Outlook stufen wir für beide Institute als stabil ein. Risiken sehen wir in einer (aktuell jedoch nicht erwarteten) Konjunkturverschlechterung, die sich wohl auch auf die Profitabilität der Mitgliedsbanken auswirken würde sowie in einer allfälligen Überhitzung am Immobilienmarkt.

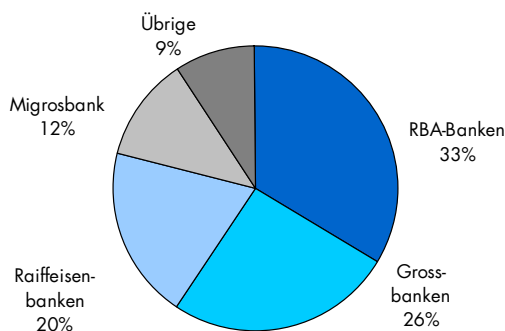


**Zürcher  
Kantonalbank**

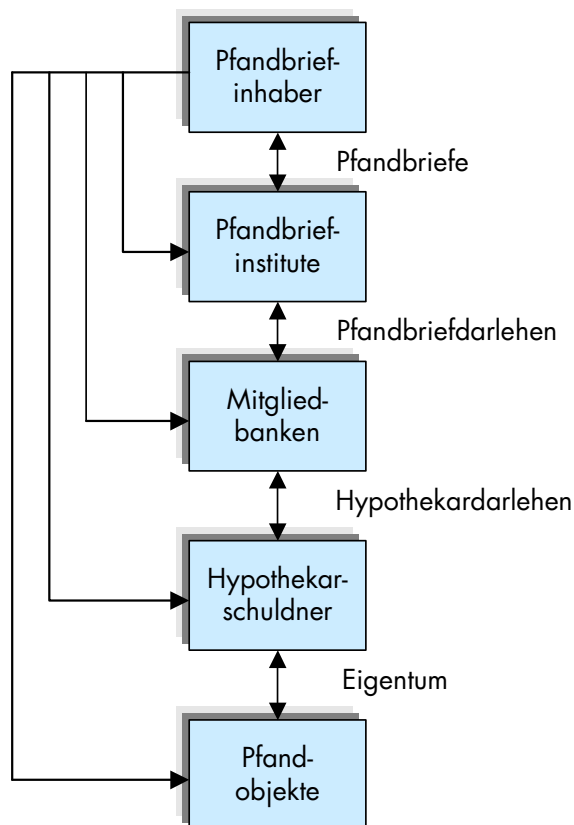
Bedeutende Aktionäre der Pfandbriefzentrale



Bedeutende Aktionäre der Pfandbriefbank



Sicherheitskette für Pfandbriefe



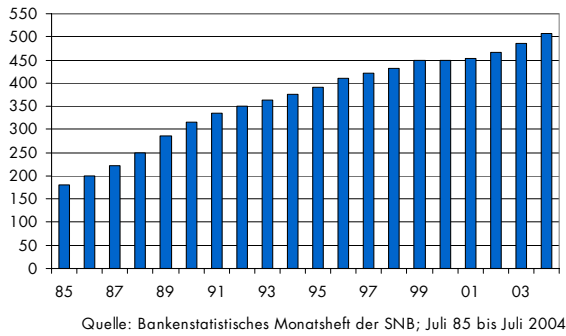
### Unternehmensbeschreibung

- Aufgrund des Pfandbriefgesetzes sind in der Schweiz nur zwei Kreditinstitute zur Ausgabe von Pfandbriefen berechtigt: die Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken und die Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitutionen. Ihre Tätigkeit beschränkt sich auf die Emission von Pfandbriefen zu möglichst stabilem und billigem Zinssuss.
- Mit einer Bilanzsumme von CHF 27 Mrd per Ende März 2004 ist die Pfandbriefzentrale das grössere der beiden Institute (Pfandbriefbank CHF 21.8 Mrd). Knapp 95 % der Aktiven stellen pfandbriefgesicherte Darlehen an Mitgliedsbanken dar (Pfandbriefbank gut 95 %). Das Verhältnis Eigen-/Fremdkapital von 3.7 % übersteigt die gesetzliche Mindestanforderung von 2 % deutlich (Pfandbriefbank 3.0 %). Der Reingewinn belief sich auf CHF 3.5 Mio (Pfandbriefbank CHF 21.6 Mio). Diese relativ grosse Differenz kann teilweise dadurch erklärt werden, dass die Pfandbriefzentrale auf eine Zinsmarge zu Gunsten der Darlehensnehmer verzichtet und keine Gewinnmaximierung anstrebt. Die Pfandbriefbank andererseits behält eine kleine Marge auf den Krediten.
- Der Grossteil der Kantonalbanken profitiert von der Staatsgarantie, was den Anleihen der Pfandbriefzentrale eine indirekte Garantie der jeweiligen Kantone verleiht (Grafik oben links).

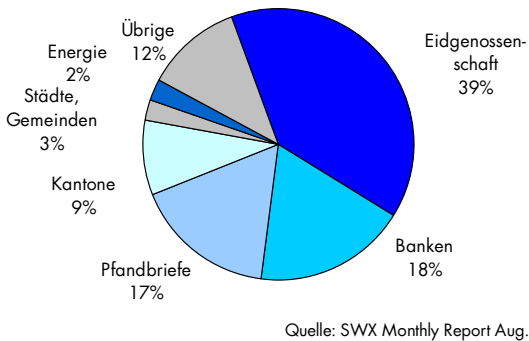
### Hohes Sicherheitsnetz

- Wie die nebenstehende Grafik zeigt, profitieren die Käufer von Schweizer Pfandbriefen von einem mehrstufigen Sicherheitsnetz. Dabei bilden nicht nur die Pfandobjekte das Haftungssubstrat der Pfandbriefe, sondern auch der Hypothekarschuldner, die Mitgliedbanken mit all ihren Aktiven für die Verpflichtung aus den Pfandbriefdarlehen und die Pfandbriefinstitute selber.
- Daneben sorgen auch die gesetzlichen Vorschriften für hohe Sicherheit. Einerseits wird der Hypothekenspool, welcher durch Wohn- und Geschäftsliegenschaften gedeckt ist, laufend überwacht, andererseits unterliegen die Pfandbriefinstitute und ihre Mitgliedsbanken der Aufsicht der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK). Die Mitgliedsbanken der Pfandbriefinstitute sind über die ganze Schweiz verteilt. Somit bestehen bezüglich der geografischen Verteilung von Hypothekenausleihungen keine regionalen Klumpenrisiken.

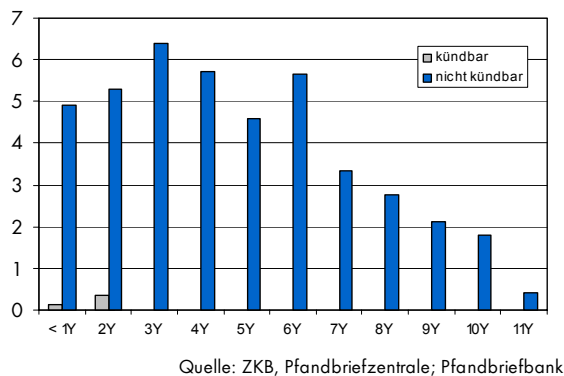
### Inländische Hypothekarforderungen (CHF Mrd)



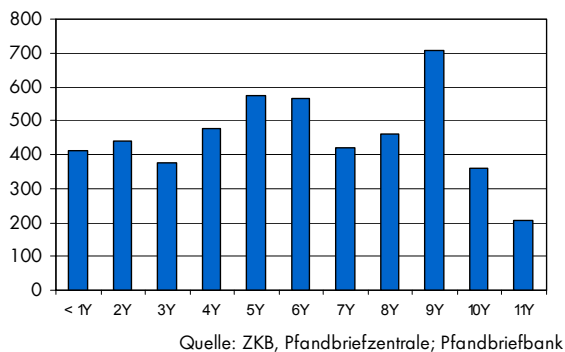
### CHF Inlandsanleihen nach Schuldnerkategorie



### Verteilung der Pfandbriefe nach Restlaufzeit (CHF Mrd)



### Durchschnittliche Anleihegrösse nach Restlaufzeit (Mio CHF)



### Stetiges Wachstum der Hypothekarforderungen

- Wie die nebenstehende Grafik zeigt, haben die Banken ihre Hypothekarforderungen in den letzten Jahren kontinuierlich ausweiten können. Auffallend ist auch das starke Wachstum seit Ende 2001. Dazu haben sicherlich auch die rekordtiefen Zinsen beigetragen.
- Die ZKB berechnet für den Kanton Zürich einen Tragbarkeitsindex für Einfamilienhäuser. Dieser steigt seit 1990 kontinuierlich, was heisst, dass sich immer mehr Haushalte ein Eigenheim leisten könnten. Infolgedessen darf davon ausgegangen werden, dass die Hypothekarforderungen auch in naher Zukunft steigen werden. Mindestens ein Teil dieses Wachstums dürfte über Pfandbriefe finanziert werden und diese dadurch weiter an Bedeutung gewinnen.

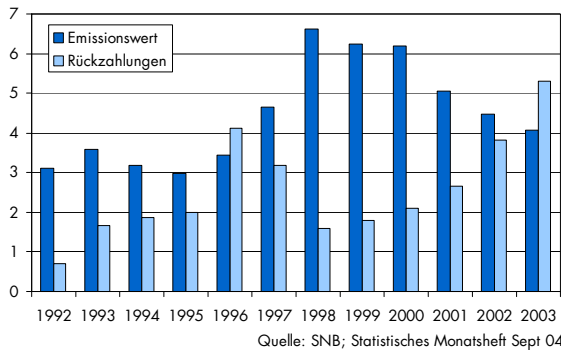
### Grosse Bedeutung von Pfandbriefanleihen

- Aus der nebenstehenden Grafik geht hervor, dass die Anleihen der beiden Pfandbriefinstitute gut 17 % der CHF-Inlandsanleihen ausmachen, nachdem dieser Anteil im Jahre 1997 noch bei rund 15 % gelegen hat. Damit sind die Pfandbriefe ein zunehmend wichtiges Segment im Inlandbereich.
- Zusammen mit den Obligationen der Eidgenossenschaft sowie der Banken und Finanzgesellschaften sind damit rund zwei Drittel der an der SWX kotierten Inlandsanleihen abgedeckt.

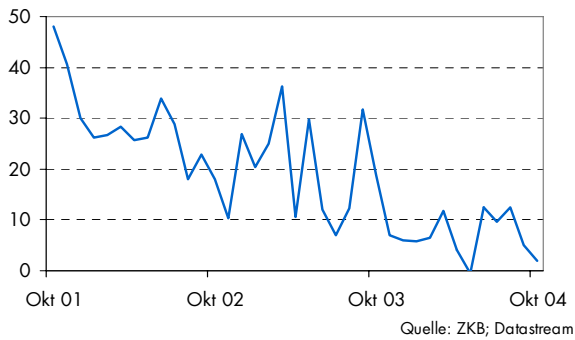
### Mittlere Laufzeiten dominieren

- Seit 1996 werden die Anleihen der Pfandbriefzentrale sowie der Pfandbriefbank ohne vorzeitige Kündigungsmöglichkeit der Pfandbriefinstitute emittiert. Für die Anleger ist auch der Umstand positiv, dass die Pfandbriefe mit Aufstockungsmöglichkeiten ausgestattet sind. Denn im Allgemeinen gilt: Je höher der ausstehende Gesamtbetrag der Anleihe, umso höher ist die Liquidität einer Obligation. Diese Aufstockungsmöglichkeit wird von den Emittenten denn auch rege genutzt.
- Bezüglich Verteilung der Pfandbriefe nach der Restlaufzeit dominiert aktuell das mittlere Segment mit Laufzeiten von bis sechs Jahren. Ein möglicher Grund dafür könnte sein, dass die Investoren in Erwartung steigender Zinsen vermehrt kurz- und mittelfristige Bonds nachfragen, um die Duration der Portfolios tief zu halten.

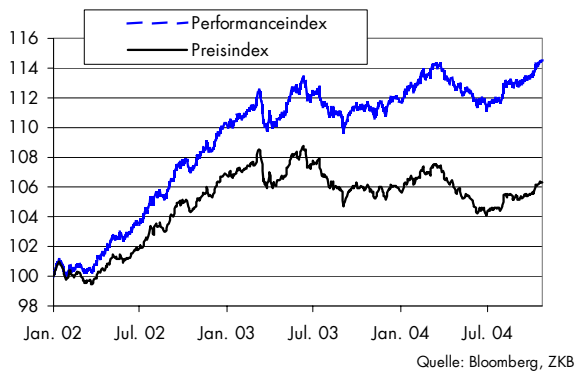
Emissionstätigkeit der Pfandbriefinstitute (CHF Mrd)



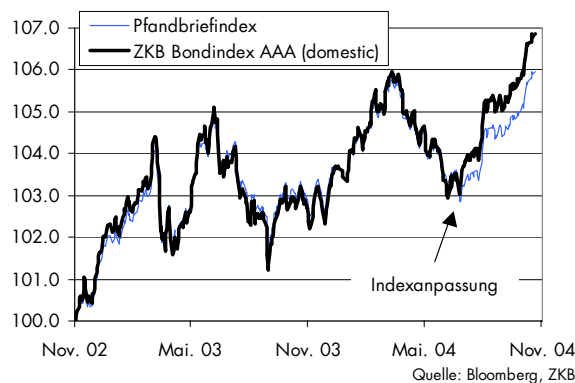
4 5/8 % Pfandbriefzentrale 00-10 vs. Eidgenosse (in Bp)



Schweizer Pfandbriefindex (auf 100 indexiert)



Pfandbrief- vs. ZKB Bondindex AAA (auf 100 indexiert)



### Weiterhin wohl mehr Rückzahlungen als Emissionen

- Die Emissionstätigkeit der Pfandbriefinstitute war vor allem seit 2000 rückläufig. Ein Grund dafür waren die rückläufigen Aktienmärkte, welche den Mitgliedsbanken einen starken Zufluss an Spargeldern brachte, die zur Refinanzierung der Hypothekarforderungen eingesetzt wurden.
- Im 1. Halbjahr 2004 wurden Pfandbriefe im Wert von CHF 2.56 Mrd emittiert, während Anleihen im Wert von CHF 4.4 Mrd zurückbezahlt wurden. Wir gehen davon aus, dass nach 2003 auch im 2004 netto mehr Pfandbriefe zurückbezahlt werden.

### Pfandbriefindex erhöht Beachtung der Pfandbriefe

- Wie die nebenstehende Grafik zeigt, wurde die Renditedifferenz zwischen Staatsanleihen und Pfandbriefen seit Mitte 2001 kleiner. Obwohl die Liquidität von Pfandbriefen deutlich schwächer ist als die der Eidgenossen, werden beide Instrumente derzeit praktisch gleich bewertet.
- Seit 2002 berechnet die SWX einen Pfandbriefindex auf der Basis von synthetischen Anleihen. Aus den beiden untersten Grafiken nebenan geht hervor, dass Pfandbriefe seit Anfang 2002 eine Performance von gut 14 % erzielen. Zwar hat der Pfandbriefindex seit Mitte 2004 eine weniger gute Performance als der ZKB Bondindex AAA erzielt. Dies hängt jedoch v.a. mit einer Anpassung der Laufzeitengewichte innerhalb des Pfandbriefindex per 30. Juni 2004 (mit Pfeil markiert) zusammen. Der Pfandbriefindex dürfte zu einer stärkeren Beachtung der Pfandbriefe führen.

### Outlook: stabil

- Die Aussichten sowohl für die Pfandbriefzentrale als auch für die Pfandbriefbank stufen wir mit stabil ein. Ein Grund dafür ist, dass sich die konjunkturellen Rahmenbedingungen verbessern, was sich im Allgemeinen positiv sowohl auf den Kreditnehmer als auch auf die Mitgliedsbanken auswirken dürfte.
- Andererseits hätte eine sich wider Erwarten verlangsamende Konjunktur, eventuell gekoppelt mit einem sich verschlechternden Immobilienmarkt, den gegenteiligen Effekt. Aufgrund des mehrstufigen Sicherheitsnetzes würde dies unser Rating jedoch nicht zwingend negativ beeinflussen.

DIE ZKB HAT IN DEN LETZTEN DREI JAHREN AN EMISSIONEN DER PFANDBRIEFZENTRALE MITGEWIRKT.