

Warum sich eine Bonitätsanalyse in Zeiten tiefer Risikoaufschläge rechnet (Teil 1)

Wahrnehmung und Bewertung sind verzerrt

Von Peter Jeggli und Daniel Pfister

Seit einigen Wochen bewegt der Fall General Motors (GM) die Bondmärkte (vgl. Seite 40). Gleichwohl liegt der Risikoaufschlag von Unternehmensanleihen zu sicheren Staatspapieren (Credit spreads) weiterhin auf historisch betrachtet tiefem Niveau. Wir legen in diesem Artikel und später in einem zweiten Beitrag dar, weshalb es auch in einem solchen Umfeld eine unabhängige Bonitätsanalyse braucht.

Die Kunst des Investierens in ausfallrisikobehaftete Anleihen liegt nicht darin, in einem Jahr den maximalen Ertrag zu erzielen. Es geht vielmehr darum, das Risiko nachhaltig zu kontrollieren. Die permanente Überwachung der Bonität von Obligationenschuldnern stellt dabei eine Art Versicherung in Zeiten des Wirtschaftswachstums, hoher Cash-flows, tiefer Credit spreads und rückläufiger Ausfallquoten dar. In den letzten beiden Jahren war der Schutz vordergründig nicht notwendig. Aber eine einmal abgelaufene Police sollte nicht deshalb nicht erneuert werden, weil sie ohne grösseren Schadenfall abgelaufen ist. Vier Gründe sprechen dafür, sich den Versicherungsschutz zu leisten.

Erstens ist die Risikowahrnehmung auf der Spitze eines Booms immer am schwächsten. Die ungebremste Suche nach Rendite – ob am langen Ende der Zinskurve oder in Anlagen mit tieferer Bonität – sorgte in den letzten beiden Jahren für Outperformance in Unternehmensanleihen und ultralangen Bonds. Die Konjunkturerholung hat den Cash-flow der Unternehmen anschwellen lassen, sodass sich zuvor schwächere Schuldner erholen haben. Dies und die tiefen Zinsen haben dazu geführt, dass sich die Credit spreads in Investment- und Sub-investment-grade-Bonds auf Tiefstwerten des Kreditzyklus 1991 bis 2004 befinden. Die kumulative

Ausfallquote von Triple-B-Anleihen ist gemäss Standard & Poor's durchschnittlich 2%. Da sich die Verlustquote – der Teil, der definitiv verloren geht – auf 60% beläuft, sollte die Risikoprämie mindestens 120 Basispunkte (Bp) betragen. Der aktuelle Spread für fünfjährige Triple-B-Bonds von 85 Bp bzw. die implizite Ausfallquote von 1,4% liegt somit unterhalb des langfristigen Werts (vgl. Grafik).

Wie kann es zu der Übertreibung kommen? Die Performance der meisten professionellen Investoren wird quartalsweise gegen eine Benchmark gemessen. Wenn die Portfoliomanager zu früh in einen steigenden Markt verkaufen, werden sie mit einer unterdurchschnittlichen Leistung bestraft und riskieren den Verlust ihres Bonus. Die Parallele zum Herdentrieb im Aktienmarkt der Jahrhundertwende ist beängstigend. Obwohl viele Investoren der Ansicht sind, dass der Markt überbewertet ist, versucht man bis zum Schluss dabeizusein. So kommt es, dass für einen kleinen Ertrag erhebliche Risiken eingegangen werden.

Wenn gewiss ist, dass der Markt den Zenit überschritten hat, werden alle gleichzeitig versuchen, sich zu verabschieden.

Zweitens hat sich am Anleihenmarkt eine Blase aufgebaut. Institutionelle Anleger haben – getrieben von neuen Buchhaltungsvorschriften und einer nach dem Aktiendebakel aufgekommene Risikoaversion gegen Aktien – ihre Portfolios massiv umgeschichtet. Die Aktienquote wurde reduziert, dafür investierte man fast zu jedem Preis in Anleihen. Staatsanleihen reichen aber für die Renditeziele der Anleger nicht aus, was die erwähnte Suche nach Rendite ausgelöst hat. Spekulanten und Trittbrettfahrer sind auf den Zug aufgesprungen. Mit günstigen Krediten wurden Positionen am langen Ende der Zinskurve aufgebaut. Die jüngsten Langläufer Frankreichs und Deutschlands könnten als neue Dotcoms in die Geschichte eingehen.

Zudem bescherte der Risikoappetit von Private-equity-Häusern und Hedge funds dem spekulativen Bereich ein Rekordvolumen. Verschlechtert sich das Umfeld, dürften jedoch erfahrungsgemäss einige der schuldenbeladenen Unternehmen innerhalb von zwei bis drei Jahren Refinanzierungsprobleme bekommen. Das wird die Zuversicht des Markts erschüttern. Einen kleinen Vorgeschmack erlebten wir mit der Gewinnwarnung von GM. Die Credit spreads im Euro Iboxx Investment Grade Index weiteten sich 50 Bp aus, was fast den ganzen in diesem Jahr erzielten Gewinn innerhalb von Tagen auslöschte. Vielleicht war dies die Nachricht, die es brauchte, um die Märkte aus dem Trott zu reissen. Je länger die Risiken ignoriert werden, desto grösser wird das Rückschlagpotenzial künftiger Enttäuschungen.

Peter Jeggli und Daniel Pfister sind Inhaber der Independent Credit View, einer unabhängigen Bonitäts- und Researchgesellschaft.

