

Warum sich eine Bonitätsanalyse in Zeiten tiefer Risikoaufschläge rechnet (Teil 2)

Risikovorsorge am Bondmarkt verstärken

Von Peter Jeggli und Daniel Pfister

Obligationäre sollten sich eine Bonitätsanalyse auch in Zeiten leisten, in denen ein solcher Versicherungsschutz scheinbar noch gar nicht gebraucht wird. Dafür sprechen vier Gründe. Die ersten zwei Gründe (verzerrte Wahrnehmung und Bewertung) wurden in Teil 1 dieses Beitrags dargelegt (vgl. FuW Nr. 28 vom 9. April).

Interessanterweise ist drittens zu beobachten, wie der Bondmarkt auf das Gerangel um die Reformen des EU-Stabilitätspaktes reagiert oder eben nicht reagiert. Viele Bondinvestoren sind es leid, die Auseinandersetzung um die Aufweichung der Budgetdefizitkriterien zu verfolgen. Das hat nichts mit Bequemlichkeit zu tun, sondern mit Zuversicht. Die Investoren sind der Ansicht, dass die EU keines ihrer Mitglieder je in einen Zahlungsverzug kommen lassen wird. So lassen sich auch die nur geringen Risikozuschläge für die Schulden von weniger solventen Staaten erklären.

Doch je weniger die Märkte sich um diese Fakten kümmern, desto eher wird ein grosses Problem entstehen. Die Bondmärkte senden ein falsches Signal, wenn sie die Finanzminister für das Nichteinhalten des Stabilitätspaktes nicht bestrafen. Die Schuldenaufnahme sollte doch für Staaten, die ihre eigenen Regeln für eine gesunde Budget- und Fiskalpolitik ignorieren, teurer sein als für diejenigen, die sich

an die Kriterien halten. Gerade weil sich das bisher nicht in den Preisen bzw. Credit spreads der Anleihen niedergeschlagen hat, ist es jetzt empfehlenswert, von Staatsanleihen aus «Südenländern» in solche aus konservativeren Ländern zu wechseln (z. B. von Deutschland und Frankreich in nordeuropäische Staaten).

Viertens erscheinen uns die so genannten Chinese walls zwischen dem Research auf der einen und dem Investment banking oder Handel auf der anderen Seite, die von Banken und Brokern als Konsequenz aus den Analystenskandalen während der Technologieblase aufgebaut worden sind, an verschiedenen Stellen noch immer durchlässig zu sein. Interessenskonflikte liegen weiterhin vor. Wie sonst lässt sich erklären, dass es gemäss IBES-Konsensschätzungen für die Aktie von General Electric, die nur durchschnittlich performte, derzeit 18 Empfehlungen zum Kauf, aber keine einzige zum Verkauf gibt? Interessanterweise war General Electric gemäss einem Bericht der «Financial Times» im Jahr 2004 für Banken im Corporate finance die grösste Einnahmequelle.

Research ist erst dann unabhängig, wenn es von einer dritten Seite kommt – und zwar von ausserhalb der Bank oder des Brokerinstituts. Nur dann besteht die Gewissheit, dass sich das Research von den Routineberichten und -kommentaren

abheben sowie eine eigene, ungeschminkte Meinung vertreten und diese am Markt konsequent umsetzen kann. Befreit vom Druck, jede unbedeutende Quartalszahl routinemässig kommentieren zu müssen, kann die freie Kapazität dazu genutzt werden, über Fakten und Trends zu informieren, die nicht in den Geschäftsberichten stehen, aber einen wesentlichen Einfluss auf die langfristige Entwicklung des Unternehmens haben (z. B. Risikobereitschaft des Managements, Bilanzkosmetik, Technologie, Regulierung, Compliance und Branchenentwicklung). Vielfach sind es Entwicklungen in diesen Bereichen, die jahrelang schwelen, bevor sie auf einen Schlag das Risikoprofil, die Bonität und die Bewertung eines Unternehmens verschlechtern (vgl. FuW Nr. 7 vom 28. Januar 2004 zu Parmalat). Es ist die Kunst von Analysten und Portfoliomanagern, solche Trends zu erkennen, bevor sie zu einer Krise auszuwachsen.

Eine permanente Überwachung der Kreditmärkte sowie des Risikoverhaltens ihrer Teilnehmer anhand von Frühwarnindikatoren und Risiko-Checks bietet den Portfoliomanagern die Möglichkeit, zu agieren statt zu reagieren. Gerade in Zeiten mit tiefen Credit spreads und geringer Risikowahrnehmung kann eine unabhängige Bonitätsüberwachung für die bessere Differenzierung von Risiken und Chancen und somit für eine vorausschauende Portfoliobereinigung eingesetzt werden. Dazu gehört u. a. auch die Bestimmung von künftigen Gewinnern (vgl. Tabelle) bzw. Verlierern. Die aktuellen Marktverhältnisse laden dazu ein, die Risikovorsorge entsprechend zu verstärken und im Sinn einer Versicherung in eine unabhängige Bonitätsüberwachung zu investieren.

Ratings im Visier

Upgrade-Kandidaten

Hyundai
Ericsson
Zurich FS
Repsol
Syngenta

Downgrade-Kandidaten

Fannie Mae
Carrefour
Bayer
VW
Coop

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