

Sind die Kreditspreads weit genug?

Renditeprämien implizieren doppelt so hohe Ausfallraten wie zur Zeit der Grossen Depression

Die Risikoaufschläge in den Anleihenmärkten haben sich mit der Finanzkrise markant ausgeweitet. Davon sind auch etablierte Blue Chips wie Toyota oder Roche betroffen, die historisch fast gleich oder sogar weniger als Regierungsanleihen rentierten. Für Anleihen eher bekannter Schuldner mit Anlagequalität beobachtet man gegenwärtig je nach Ausgabe- währung Aufschläge von 3 bis 5%. Beispiele sind Frankenanleihen der Flughafen- gesellschaft Unique und von Jelmoli sowie Bonds von Anheuser-Bush und Electricité de France in Euro oder Dollar. Viel höhere Prämien werden mit Spreads um die 10% für Junk Bonds verlangt.

Mit so hohen Aufschlägen stellt sich die Frage, ob die Investoren damit für die potenziellen Ausfallrisiken adäquat kompensiert werden und ob sich hier nicht sogar günstigere Kaufgelegenheiten ergeben könnten. Einen Ansatzpunkt, quasi als Worstcase-Szenario, bietet der Verlauf der Kreditausfallraten während der Grossen Depression der dreissiger Jahre. Historische Daten dazu hat die Agentur Moody's, deren Gründer John Moody bereits 1909 mit der systematischen Einstufung von Eisenbahnanleihen begonnen hatte. Diese Statistiken (vgl. Grafik) zeigen, dass Schuldner mit tiefer Anlagequalität (BBB) in jener Zeit relativ mässige Kreditausfallquoten aufwiesen. Erst einige Jahre nach dem Aktienmarktkollaps im Oktober 1929 – als die Wirtschaft bereits wieder wuchs – erreichten sie knapp 2%. Die Werte bezeichnen den Anteil der Triple-B-Schuldner (mit Stichtag 1. Januar des Jahres), die in Jahresfrist in Zahlungsverzug geraten.

Die gegenwärtigen Renditeprämien sind ein Indiz für die vom Markt erwarteten künftigen Kreditausfallraten. Zu diesem Zweck nimmt man an, dass die Prämie gegenüber risikolosen Anleihen vollumfänglich durch Kreditverluste «aufgefressen» wird. So kann man eine implizierte Kreditausfallrate bestimmen, die die Risikoprämie absorbiert. Eine kritische Zusatzannahme in dieser Rechnung stellt die Höhe der Rückgewinnungsquote dar. Damit schätzen wir, wie viel Wert dem Investor nach einem Kreditausfall bleibt. Anhaltspunkte liefern wiederum langfristige Statistiken der Ratingagenturen. Der Modellrechnung (vgl. Grafik) wurde ein Wert von 20% zugrunde gelegt. Bei einem Spread von 4% (400 Basispunkte) ergibt sich für ein Jahr somit eine implizierte Kreditausfallrate von 4,6%, also mehr als doppelt so viel wie die historischen Werte der Grossen Depression. Damit scheint

klar, dass der gegenwärtige Markt grosszünftig für die Kreditrisiken von Schuldnern mit Anlagequalität kompensiert.

Wie immer in vereinfachenden Modellrechnungen, ist es allerdings gefährlich, voreilige Schlüsse zu ziehen. Zum einen ist die branchenmässige Zusammensetzung der Schuldner heute sehr verschieden von derjenigen zu John Moody's Zeiten. Damals dominierten der anlageintensive Transportsektor (Bahnen) und die Industrie, heute insbesondere der Finanzsektor und öffentlichrechtliche Schuldner. Es liegt in der Natur des Geschäfts von Finanzschuldnern, dass sie anfälliger auf Vertrauenskrisen sind und mit extrem dünner Eigenkapitaldecke arbeiten. Wie das Beispiel Lehman Brothers zeigt, sind deutlich tiefere Rückgewinnungsquoten nichts Ungewöhnliches.

In der aktuellen Krise spielen zudem Rettungsaktionen von Regierungen und multilateralen Organisationen eine entscheidende Rolle. Das führt zu grossen Verzerrungen, wenn Titel von verletzlichen Schuldnern plötzlich mündelsichere Anlagen darstellen, weil der Staat sie aus nationalem Interesse vor dem Untergang bewahrt. Man kann argumentieren, dass die gegenwärtige Ratingstruktur diese potenziellen Supportfaktoren nur ungenügend berücksichtigt. Wenn in ein paar Jahren Analysten die Kreditausfallstatistik dieser Krise zusammenstellen, könnte sie somit ganz anders aussehen.

