

Festverzinsliche Werte: Lehren aus der Krise

Festverzinsliche Werte gelten gemeinhin als konservative und sichere Anlagen. Doch die Finanzkrise hat auch den Obligationenmarkt nicht verschont. Es gilt deshalb zu hinterfragen, welche Lehren Anleger aus der jüngsten Krise ziehen können und müssen.



*Von Maurizio Pedrini
Head Fixed Income
Portfolio Management Schweiz
Credit Suisse*

Der US-Häusermarkt wird von vielen Marktteilnehmern als Ursprung und Epizentrum der Finanzmarktkrise betrachtet. Der Obligationenmarkt schickte als erster Markt die dadurch verursachte Schockwelle mit vervielfältigter Kraft rund um die Welt. Die Auswirkungen waren fatal und erreichten ein in den letzten 50 Jahren nicht gesehenes Ausmass: Konkurse, Ausverkaufspreise, Ratingherabstufungen und extreme Illiquidität – also kleine oder keine Volumen selbst bei Anleihen von sehr hoher Bonität und riesige Bid-Ask-Spreads.

Auch die Korrekturen von 1994 (Zinserhöhungen), 1998 (Emerging Markets) und 2001 (Technologieblase) hinterliessen in Teilbereichen des Obligationenmarktes Spuren. Höhere Ren-

diteaufschläge und Illiquidität bei komplizierteren Asset-backed Anleihen, High-Yield- und Emerging-Markets-Bonds sind so gesehen nichts Neues. Neu hingegen ist einerseits das Ausmass – rekordhohe Spreads wie letztmals 1930 und Illiquidität über weite Bereiche des Marktes – und andererseits der sehr starke Leidensdruck bei den besten Ratings (AAA und AA). Zudem hat die Krise zu Ausfällen und Preisrückgängen in einem Bereich geführt, in welchem Investoren in diesem Mass nie damit gerechnet hatten. Aus Sicht der Anleger gilt es deshalb sechs wichtige Lehren zu ziehen:

Bonität und Ratings

Die Krise zeigt einmal mehr die relative Aussagekraft von Ratings und Bonitätseinschätzungen. Ratings drücken die geltenden Annahmen bezüglich Risiken aus, doch fundamentale Änderungen im Umfeld der betroffenen Unternehmen werden die Analysten der

Ratingagenturen auch in Zukunft nicht vorhersehen können. Rückblickend betrachtet hätten viele Fehler vermieden werden können, und die Ratingagenturen versprechen deshalb eine tiefgreifende Verbesserung ihrer Prozesse. Das wird jedoch nichts an der Tatsache ändern, dass Ratings immer auf Erfahrungswerten basieren und dass diese durch unerwartete Umbrüche im Marktumfeld schnell ihren Wert verlieren. Zusätzlich hinken in solchen Phasen Bonitätseinschätzungen regelmässig der Realität hinterher. Dieses Grundproblem kann durch weitergehende und unabhängige Bonitätsanalysen höchstens teilweise entschärft werden – denn eine Kristallkugel zur Zukunftsvorhersage hat niemand zur Hand.

Hebelwirkung

Auch diese Krise bestätigt die alte Börsenweisheit, dass zu viel Fremdkapital der grösste Gefahrenherd für Bondanleger darstellt. Generell sollten Anlagen mit einem grossen unterliegenden Leverage, also Hebel, mit Vorsicht getätigt werden. Leider ist der Leverage nicht immer auf den ersten Blick erkennbar und oft auf der operativen Stufe eines Unternehmens verborgen. Kreditzyklen entstehen regelmässig durch eine graduelle Aufweichung der Kriterien bezüglich verkraftbarem Fremdkapitaleinsatz. Sobald sich solche Tendenzen beobachten lassen, ist erhöhte Wachsamkeit bei der Anlage angezeigt.

Liquidität

Bei jeder Anlage sollte dem richtigen Mass an Liquidität speziell Beachtung geschenkt werden. Diese sollte auf die jeweiligen Bedürfnisse des Anlegers beziehungsweise eines Anlagevehikels abgestimmt sein. Zuviel Liquidität kostet laufend Performance, zuwenig

davon in Krisenzeiten aber sehr viel Geld. Leider bestätigt die heutige Situation, dass die zukünftige Liquidität – ähnlich der Problematik wie bei Bonität und Ratings – nur beschränkt vorausgesagt werden kann. Die Erwartungen diesbezüglich haben nur Staatsanleihen von sehr wenigen Ländern erfüllt. Andere Anleihtypen sind teilweise gänzlich unhandelbar und illiquide geworden, obwohl sie in der Vergangenheit durch hohe Liquidität glänzten (Bankenpapiere, AAA Asset-backed Anleihen, Geldmarktpapiere etc.). Eine umsichtige Planung und Disposition der Liquidität kann zwar eine gute Ausgangsposition sicherstellen – vor Überraschungen sind Anleger aber trotzdem nicht gefeit.

Strukturierte Kreditprodukte

Hier ist generell Vorsicht angebracht. Es sollten nur Produkte gekauft werden, die man versteht und bei denen sich somit auch die Risiken richtig einordnen lassen. Die Orientierung wird durch die beschränkte Aussagekraft von Ratings in diesem Bereich zusätzlich erschwert, denn bei nach dem Kreditrisiko tranchierten Produkten (z.B. CDOs) ist das Risiko im Sinne von Schwankungen des Marktwertes durch das Rating nicht korrekt abgebildet. Ein Portfolio von CDOs mit einem BBB-Rating beispielsweise kann in Krisenphasen relativ schnell um die Hälfte an Wert verlieren, während ein Portfolio von BBB-Unternehmensanleihen auch in den schlimmsten Zeiten kaum mehr als 10 bis 15% einbüsst. Dennoch weisen beide Anlagen das gleiche Durchschnittsrating auf.

Obwohl Asset-backed Anleihen stark von der Krise beeinträchtigt wurden und von vielen Anlegern inzwischen vollständig gemieden werden, sind wir von der Nachhaltigkeit der Vorteile für alle Marktteilnehmer überzeugt. Zukünftige Emissionen werden mit Sicherheit viel strengeren Auflagen gerecht werden müssen, um den Anforderungen von Investoren und Ratingagenturen zu genügen. Gewisse Nachteile bezüglich der Liquidität werden aber bei allen komplexeren Strukturen erhalten bleiben und müssen bei der Anlageentscheidung mitberücksichtigt werden.

Nachrangige Obligationen von Banken

Diese Anleihen galten bisher als interessante Ergänzungsprodukte. Sie versprachen eine höhere Verzinsung bei praktisch gleichem Ausfallrisiko wie dem der vorrangigen Anleihen. Gemäss bisheriger Praxis war ein Konkurs oder eine Restrukturierung einer Bank nur möglich bei Gleichbehandlung von vor- und nachrangigem Fremdkapital. In den USA sind derzeit Bemühungen in Gang, in Zukunft bei Restrukturierungen das nachrangige Kapital schlechter behandeln zu können. In vielen anderen Ländern werden ähnliche Lösungen angedacht. Nachrangige Bankenpapiere werden nachhaltig ein höheres Risiko tragen und höhere Prämien zahlen müssen als in der Vergangenheit.

Diversifikation

Die Wichtigkeit einer sehr hohen Diversifikation bei Obligationenanlagen ist durch diese Krise glasklar aufgezeigt worden. Fast alle grossen Performanceabstürze sind auf die Missachtung dieser Anlageregeln zurückzuführen.

Seit jeher sprechen Statistik und Studien eine klare Sprache. Während bei Aktien das titelspezifische Risiko ab 20 bis 30 Positionen gegen Null tendiert, braucht es auf der Obligationenseite rund 150 bis 200 Schuldner, um Gleichwertiges zu erreichen. Der Grund dafür sind die bei Anleihen im Unterschied zu Aktien nicht normalverteilten Renditen. Zahlt ein Schuldner plangemäss, erhält der Anleger regelmässig eine kleine Entschädigung für das eingegangene Kreditrisiko (Kreditprämie). Im sehr seltenen Falle eines Konkurses ist hingegen ein Grossteil des Kapitals für immer verloren. Die Erträge sind somit sehr ungleich verteilt. Bei wenig diversifizierten Portfolios ist ein solcher Rückschlag nicht mehr zu korrigieren, und der Anleger ist für das Eingehen von titelspezifischem Risiko nicht entschädigt. Versuche, die mangelnde Diversifikation beispielsweise über hohe Ratings zu kompensieren, haben überall dort versagt, wo die – im nachhinein gesehen – falschen Titel gewählt wurden. Dieser Ansatz scheitert und führt

zu fatalen Ausfällen, weil Krisen unerwartete Risiken hervorbringen.

Der Anforderung einer ausreichenden Diversifikation ist nicht alleine mit der Anzahl Titel Genüge getan. Enorm wichtig ist ebenfalls eine gute Diversifikation nach Sektoren (Finanzschuldner, Industrieunternehmen usw. – in vielen Portfolios und auch Benchmarks sind naturgemäss die Finanztitel sehr stark gewichtet), nach Instrumenten (herkömmliche Unternehmensanleihen und Asset-backed Obligationen aus verschiedenen Bereichen), nach Bonität/Rating und selbstverständlich auch, wie bereits angesprochen, bezüglich Liquidität (genügend hoher Anteil an Staatsanleihen bester Qualität). Oft kann dies bei Privatanlegern mittels Einzelanlagen in der Praxis nicht erreicht werden. Hier empfehlen sich deshalb professionell verwaltete Fonds als Lösung.

Die nächste Krise kommt bestimmt

Die Beachtung der oben beleuchteten grundlegenden Lehren wird uns in Zukunft sicherlich von grossem Nutzen sein. Eine nächste Finanzkrise wird genau deshalb wohl länger auf sich warten lassen, denn Investoren werden nicht so schnell wieder die gleichen Fehler begehen. Allerdings legt die aktuelle Marktsituation die Saat für die nächsten Sorgen. Aufgrund der grossen Verunsicherung fliesst zurzeit ein viel zu grosser Anteil der Investitionen in Richtung vermeintlich sicherer Staatsanleihen. Die Renditen bieten hier inzwischen keine angemessene Entschädigung mehr für das mittelfristige Inflationsrisiko aufgrund der notgedrungen expansiven Geld- und Fiskalpolitik. Antizyklisches und diversifiziertes Investieren in Nicht-Staatsanleihen ist hier die Lösung. Eine zusätzliche Option kann die Beimischung von inflationsgeschützten Anleihen bieten, die das Risikoprofil der Anlagen verbessert. Eine starke und gut durchdachte Diversifikation der Anlagen ist der Kernpunkt einer erfolgreichen und vor allem krisenresistenten Obligationenanlage. An dieses Prinzip sollten sich Anleger nun möglichst lange erinnern.

www.credit-suisse.com •