

## SIGLO Timeout Nr. 27

### Für eine handvoll Basispunkte und für ein paar Basispunkte mehr

#### Plot

Legendär sind sie, die sogenannten Spaghetti-Western von Kultregisseur Sergio Leone mit Mundharmonika-Klängen von Ennio Morricone und dem unverwechselbaren Clint Eastwood als Kopfgeldjäger oder blitzschneller Revolverheld. Zwei der bekanntesten Streifen sind "Für eine handvoll Dollar" und "Für ein paar Dollar mehr". Diese erinnern aber nicht nur an alte Westernklassiker, sondern auch an aktuelle Situationen in Teilssegmenten der Anleihenmärkte. Hier suchen Investoren für eine handvoll Basispunkte und für ein paar Basispunkte mehr neue Kreditrisiken, die bei einer risikoadjustierten Betrachtung nur bescheiden entschädigt werden. Im Gegensatz zu Clint Eastwood können die Gläubiger ihre Schulden aber kaum auf eigene Faust und alleine mit dem Revolver eintreiben, weshalb sie ein gefährliches Spiel treiben.

#### Einleitung

Es vergeht kein Tag ohne Veranstaltung zu Corporate (C)-, Emerging Market (EM) oder High Yield (HY) Anleihen. Hohe bisherige Renditen und gute erhoffte bzw. unterstellte Diversifikationseigenschaften stossen bei Investoren auf grosses Interesse. In diesem Timeout diskutieren wir, ob das Gras in den verschiedenen Anleihen-Prärien noch frisch und grün ist oder ob Anleger mittlerweile zu spät zur Anleihen-Party eingeladen werden. Wir betonen zuerst, dass wir Bemühungen zu tieferem Verständnis der Anleihenmärkte, insbesondere in C, EM und HY Segmenten begrüssen und strategische Prüfungen empfehlen. Wir sind nie grundsätzlich gegen C, EM oder HY Anleihen. Aus taktischer Sicht drängt sich aber heute ein Einstieg nicht auf.

#### Lehren aus der Subprime Krise

Unser Titel erinnert nicht nur an Western, sondern auch an die Jahre vor der grossen Krise, in denen Anleger für ein paar Basispunkte mehr hohe Kreditrisiken eingingen und sich so erhebliche Verluste einbrockten. Das Stichwort Subprime symbolisiert die damalige Situation und beschreibt die leichtfertige Vergabe von Krediten an Haushalte, deren Kreditwürdigkeit niemals auch nur minimalsten Anforderungen gerecht wurde. Vielleicht lernten Anleger ihre Lektion nach dem Subprime Debakel und gehen bei ihren neuen Kreditanlagen vorsichtiger vor. Die aktuellen Flows in C, EM und HY Anleihen gemäss marktkapitalisierten Indizes sowie die Popularität entsprechender Anleihen-Events stimmen uns allerdings skeptisch.

Befürworter argumentieren, dass die "Tail Risiken" durch die Versprechungen der EZB und von Herrn Draghi den Ausfall staatlicher Schuldner in Europa praktisch eliminierten und viele EM Länder heute deutlich stabilere Schuldenstrukturen aufweisen. Auf Unternehmensseite stützen saftige Margen, hohe Cashbestände und die expansive Geldpolitik aller grösseren Zentralbanken der Welt (FED, EZB, BOE, BOJ, China, etc.) ebenfalls die Rückzahlungsfähigkeit von Firmen, weshalb kaum mit Voll-Pleiten zu rechnen sei.

***Anleger verdienen mit Staatsanleihen nur eine handvoll Dollar und gehen für ein paar Dollar mehr in anderen Anleihenmärkten hohe Risiken ein.***

#### Negative Renditen auf Verfall

Es ist tatsächlich kaum zu verleugnen, dass die Interventionsfreude und das Volumen von Zentralbanken bei ihren Engagements auf den Anleihenmärkten deutlich höher ist als je zuvor in der Geschichte der Finanzmärkte. Wie im SIGLO Timeout Nr. 21 über Financial Repression erklärt, bewirkt dies tiefe nominale und oft real negative Renditen auf Verfall für Staats- und Unternehmensanleihen. Entsprechend tief fallen erwartete Renditen für "festverzinsliche" Anlagen aus. Dieser Begriff sowie das englische Pendant "Fixed Income" sind kein Zufall, sondern verdeutlichen die triste Realität, wonach Investoren beim Kauf solcher Anleihen im besten Fall real nur einen kleinen Verlust erleiden, ausser wenn eine Deflation eintritt.

Vor diesem Hintergrund erstaunt es nicht, dass Anleger nur eine handvoll Dollar im Universum globaler Anleihen verdienen und versuchen, ein paar Dollar mehr zu erzielen. Wir stimmen dieser hehren Absicht zu, nur dürfen wir die damit verbundenen Risiken im Vergleich zum heute verbleibenden Renditepotenzial nicht ganz ausser Acht lassen.

### **Eigendynamik und Fragestellungen**

Gerade weil sich Alternativen zu den tief verzinsten Staatsanleihen im aktuellen Umfeld aufdrängen, erzielten kurz- und mittelfristige C, EM und HY Anleihen attraktive Renditen. Weil eben Anleger für ein paar Basispunkte mehr signifikant höhere Risiken akzeptieren, verengten sich die Aufschläge für Kredit im ganzen Fixed Income Bereich. Die zentralen Fragen sind dabei, ob A) die grossen Flows in C, EM und HY Anleihen bereits hinter oder noch vor uns liegen, ob B) Kreditrisiken noch attraktiv entschädigt werden, und ob C) es Alternativen mit attraktiveren Rendite-Risiko-Profilen gibt? So laden wir die Pistole mit Argumenten, die Lesern im nächsten Anlagegefecht als Munition dienen könnten.

***Hochkapitalisierte EM und HY Bonds erfuhren hohe Inflows, was Spreads verringert aber Risiken stark erhöht.***

### **Flows und Herdenverhalten**

Die erste Frage zu beantworten, erscheint fast unmöglich, da niemand alle Flows überblickt und kaum die Absichten aller globalen Anleger kennt. Fest steht nur, dass mittlerweile wohl jeder Anleger zu C, EM und HY Anleihevents eingeladen wurde, die AuM vieler Funds konstant steigen und die Anzahl Searches in diesen Anlagen Rekordstände erreichen. Obwohl Swisscanto Studien noch tiefe durchschnittliche Allokationen der PKs in HY und EM Anleihen ausweisen, wirkt die Prärie bereits überfüllt und abgegrast. Analoges zu Umschichtungen von Staats- in Firmenanleihen, die wir ebenfalls oft antreffen. Da sich viele Anleger immer noch an marktkapitalisierten Bondindizes orientieren, konzentrieren sich die Risiken oft in wenigen Schuldner und Titeln. Dort stehen sich die Herdentiere auf den Füssen und wenn diese in Panik geraten, wird es sehr gefährlich.

### **Risiko-Rendite-Ausblick**

Trotz unvollständiger Daten über die Flows sind klare Aussagen über Renditepotenziale und Risiken in allen Anleihengementen möglich. Denn die erwähnte, festverzinsliche Natur aller Anleihen erlaubt den Anlegern, zukünftige Erträge (im bestmöglichen Fall, d.h. ohne Ausfall) an den Renditen auf Verfall direkt abzulesen. Aktuell liegen diese für den Citigroup ESBI Index (EM Länder) bei 4.4% und für die IG Titel bei nur 3.4%, was historischen Tiefstständen gleichkommt. Der Citigroup HY M2 Index rentiert aktuell mit 6.4%, was einem Kreditaufschlag (Spread) gegenüber "risikolosen" Staatsanleihen von unter 500 Basispunkten entspricht (analog zu Itraxx Spreads von 400 bis 500 Bps).

Von Fondsanbieterseite wird argumentiert, dass die Kredit-Aufschläge gegenüber den "risikolosen" Staatsanleihen nach wie vor hoch seien. Das mag bei einer rein relativen Betrachtung so sein aber aus der absoluten Perspektive wirken die heutigen Renditen in Basispunkten oder Dollars im historischen Vergleich gering. Wir verdienen damit zwar evtl. mehr als mit (aufgeblähten und dank der Zentralbanknachfrage hoch bewerteten) Staatsanleihen, nur nützt uns das wohl in Krisenszenarien nicht mehr viel. Mit anderen Worten wird das Risiko, dass ein Schuldner nicht oder nur teilweise bezahlt, heute oft nicht mehr attraktiv entschädigt.

Hinzu kommt, dass Kreditmärkte oft zyklisch reagieren. Das überrascht wenig, da es auch in der Festverzinslichkeit von Anleihen liegt. Im Gegensatz zu Aktien wird ihr Preis gar nie in ungeahnte Höhen steigen, weil die Rückzahlungsbeträge stets im voraus fixiert werden. Gleich wie beim Kopfgeld, das sich auch am Gefahrenpotenzial eines Banditen ausrichtet, aber trotz allem zuwenig hoch ist, um nach einem Auftrag in Rente zu gehen.

### **Wo ist das Gras noch grün?**

Wer sich gegen Financial Repression wehrt und abgelegene Täler mit frischem grünem Gras sucht, wird vielleicht bei Loans eher fündig. Zwar erfreut sich heute auch dieses Segment erhöhter Popularität aber es weist zumindest attraktive Renditepotenziale bei einer risikoadjustierten Betrachtung aus.

So enthalten die Loans zwar oft höhere Pre-Payment Risiken als HY Anleihen aber dafür nehmen sie auch eine höhere Stellung in der Kapitalstruktur ein. Weiter boten sie bisher erheblich höhere Recovery Rates (rund 70% bis 90% bei Loans im Gegensatz zu 20% bis 40% bei HY). Zudem ist ihr Zinsrisiko praktisch inexistent, da Loans grundsätzlich Floaters sind, d.h. einen LIBOR plus Kreditaufschlag, aufweisen. Dies verringert zwar ihre Tauglichkeit für Asset-Liability-Matches, schmälert aber keineswegs die Attraktivität bei einer Asset Only Betrachtung. Skeptisch stimmen uns die tiefe Liquidität und die Tatsache, dass in letzter Zeit die sogenannten "Covenant Lite Deals" wieder Einzug halten. Dies impliziert, dass Banken bei ihren Loans von den Firmen minderwertige Garantien zur Sicherung der Loans akzeptieren, wie dies auch vor der grossen Krise geschah.

Andere Prärien vermuten wir z.B. in Frontier Markets (FM). FM steht für alle Länder, die den Sprung ins EM Universum noch nicht schafften. Weltweit umfasst die Gruppe rund 100 Länder aus Osteuropa, Lateinamerika, Asien oder Afrika. Interessant sind die nach wie vor hohen Renditen auf Verfall von rund 8% bis 15%, die Diversifikationseffekte von Anleihen in Lokalwährung und verbesserte Schuldenstrukturen. FM Länder wachsen, weisen nur einen Bruchteil an Schulden im Vergleich zum BIP auf, und werden zu rund 90% von lokalen (langfristigeren) Anlegern gehalten und nur zu 10% von ausländischen (eher kurzfristigeren). Nachteilig wirken die tiefe Liquidität und die politische Instabilität.

**"Friedhöfe sind voller Helden, die sich ihrer Sache ein wenig zu sicher waren."**

Ob es nun um Clint Eastwood, John Wayne oder Lucky Luke geht, Westernfans wissen, dass der Gute immer schneller zieht und so dem Bösen immer einen Schuss voraus ist. Leider gestalten sich Duelle am Finanzmarkt komplexer. A) weil nicht jeder Teilnehmer ein Gewinner sein kann und B), weil nicht jeder schneller schießt als sein Schatten, d.h. die Anlageentscheide nicht sofort umsetzt. Z.B. in Strukturen, die mehr Entscheidungsträger zählen als die glorreichen 7 und die Daltons zusammen. Daher wirkt für uns die Zuversicht trügerisch, die schlechten Kreditrisiken dann einfach kurz vor der nächsten Krise verkaufen zu können. Denn im Gegensatz zu den Antagonisten von Terrence Hill wird wohl kein anderer Marktteilnehmer in einer nächsten Krise einfach die Backe hinhalten.

Brenzlig wird es vor allem, wenn Investoren alle gleichzeitig (ihr Geld zurück) ziehen. Es ist schlicht unmöglich, dass die Mehrheit der Anleger ihre Kreditrisiken in C, EM oder HY Anleihen gleichzeitig verkaufen kann ohne Auswirkungen auf Preise auszulösen. Wer entweder den Bemühungen grosser Zentralbanken und den Politikern oder aber seinen Timingfähigkeiten und Reflexen nicht ganz traut, vermeidet besser Duelle und wartet auf einen attraktiveren und weniger heiklen Einstiegszeitpunkt in die Täler der C, EM und HY Bonds. Anders als die Cowboys und Leinwandhelden halten wir uns in der Realität besser an die Western-Weisheit: "Lieber 5 Minuten zu vorsichtig als für immer tot".

**SIGLO Capital Advisors AG**

*berät Sie bei der Implementierung von Anlagestrategien und unterstützt bei der Selektion und der proaktiven Überwachung individueller Lösungen,*

*liefert Ihnen eine massgeschneiderte Beratung zur optimalen Ausrichtung, Verwaltung und Leistungsbeurteilung Ihrer Anlagen,*

*bietet Ihnen konkrete und adressatengerechte Analysen und Handlungsempfehlungen,*

*ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten*

[www.siglo.ch](http://www.siglo.ch) / [contact@siglo.ch](mailto:contact@siglo.ch)

