

SIGLO Timeout Nr. 9

Kreditrisiken bei Anleihenindizes

Zusammenfassung

Die Marktkapitalisierung dient auf Aktienmärkten als Grundlage zur Berechnung der Gewichte aller Bestandteile von Indizes. Den Firmen mit den besten Ertragsaussichten und den höchsten erwarteten Cashflows werden so direkt via Aktienkurs die höchsten Gewichte in den Indizes zugeordnet. Bei Anleihenindizes basiert der Ansatz der Marktkapitalisierung hingegen auf ausstehenden Schuldenvolumina, womit die grössten Schuldner auch die höchsten Gewichte erhalten. In diesem Timeout befassen wir uns mit den entstehenden Kreditrisiken bei solch indexierten Anlagen in Anleihen und den Gefahren von blindem Rating-Vertrauen.

Einleitung

Die Marktkapitalisierung dominiert heute die Berechnungsgrundlagen von Finanzmarktindizes. Bei Aktien liegt dies nahe, denn sie lassen Anleger am Unternehmensgewinn partizipieren. So wird das Index-Gewicht von Aktien mit deren zukünftig erwarteten Ertragskraft (bzw. Cashflows) via Kurs direkt vom Markt bestimmt, womit mehr Geld in Firmen mit hohem erwartetem Potenzial fliesst. Bei Anleihenindizes bezieht sich eine marktkapitalisierte Index-Gewichtung der Titel hingegen auf ausstehende Schulden, womit den höchstverschuldeten Emittenten auch die höchsten Allokationen zugeordnet werden. Daraus ergeben sich bei indexierten Anlagen in Anleihen erhebliche Kreditrisiken wie folgende Überlegungen zeigen.

Risikofaktoren von Anleihenindizes

Die Rendite von Anleihen wird von diversen Risikofaktoren bestimmt. Dazu zählen grob die Zins-, Kredit-, und Währungsrisiken. Jeder Anleihenindex entspricht folglich einer Mischung dieser Risikofaktoren gemäss dem Regelwerk des Indexanbieters, wobei sich zwischen den Indizes erhebliche Unterschiede in den einzelnen Risiken offenbaren. Auf die Wichtigkeit der Auswahl geeigneter Indizes als Benchmarks zwecks Auswahl der gewünschten Risikoprämien haben wir bereits in unserem 6. Timeout hingewiesen. In diesem Timeout fokussieren wir daher ausschliesslich auf Kreditrisiken und wie sich diese in vielen heute eingesetzten Indizes entfalten. Durations- und Währungsrisiken sind im heutigen Umfeld zwar ebenfalls höchst relevant, würden aber den Rahmen dieses Timeouts sprengen.

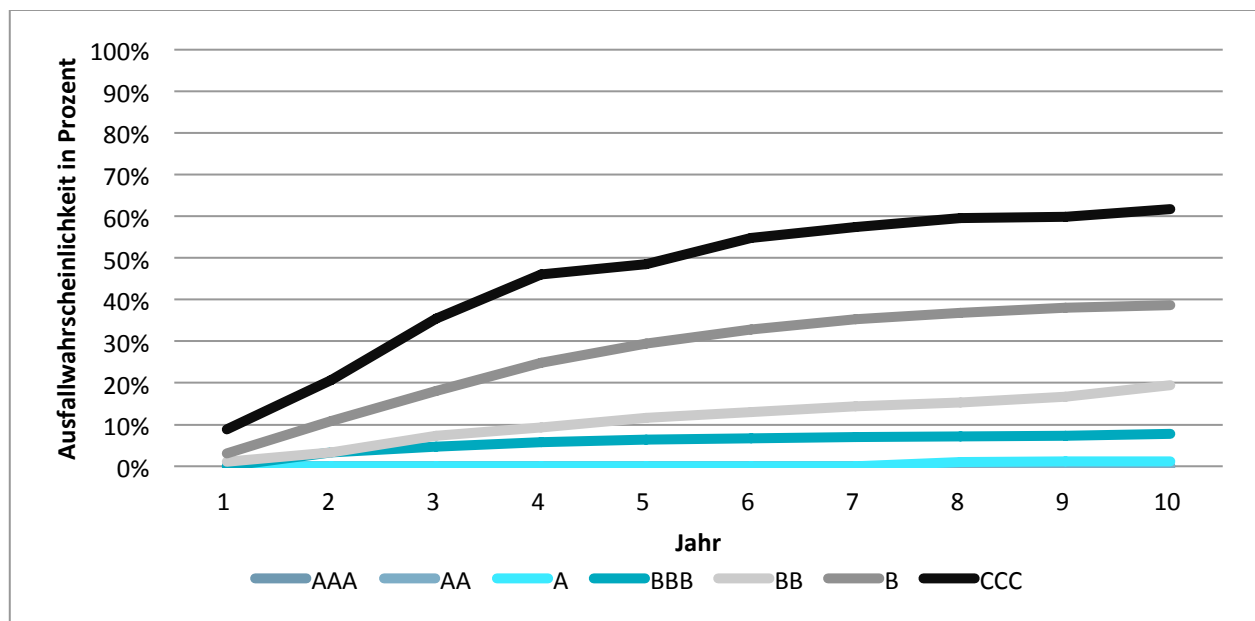
Kreditrisiko

Unter Kreditrisiko versteht man die Gefahr einer Verschlechterung der Kreditqualität bzw. einer Erhöhung der Ausfallwahrscheinlichkeit eines Schuldners. Das populärste Mass für die Kreditqualität von Anleihen ist dabei ihr Rating. Steigt das Kreditrisiko eines Emittenten bzw. sinkt dessen Rating, erhöht sich der Risikoaufschlag (Spread), womit solche Anleihen am Markt zu tieferen Preisen gehandelt werden. Auf den ersten Blick wäre zu erwarten, dass Anleihen von hochverschuldeten Emittenten ein tiefes Rating aufweisen und diese deshalb in einem Index auch möglichst tief gewichtet werden, um das Kreditrisiko zu verringern.

Die strukturelle Schwächen der Indizes

Dies ist heute jedoch nicht der Fall, denn die meisten Anleihenindizes werden aufgrund der Schulden-basierten Marktkapitalisierung und der exogenen Ratings (d.h. nicht direkt über Marktpreise) definiert. Dies bringt uns bei Index-Anlagen für Anleihen aus zwei Gründen ins Grübeln: Erstens erfordert es ein unerschütterliches Vertrauen in die Beurteilung von Kreditrisiken durch Rating Agenturen. Dies äussert sich z.B. über die Trennung zwischen Investment Grade und Non-Investment-Grade Anleihen. Zweitens impliziert die hohe Gewichtung staatlicher Emittenten in Anleihenindizes eine grosse Überzeugung, dass absolut hochverschuldete (und hoch gewichtete) Staaten ihren Haushalt in den Griff kriegen. Nun beleuchten wir diese beiden Probleme im Detail und in graphischer Form anhand von Ratingdaten von S&P, von OECD Schuldenstatistiken und von UN Demographie-Daten.

Grafik 1: S&P Ausfallquoten von Unternehmensanleihen über 1 bis 10 Jahre zwischen 1971 und 2009.



Ratings und "Investment Grade"

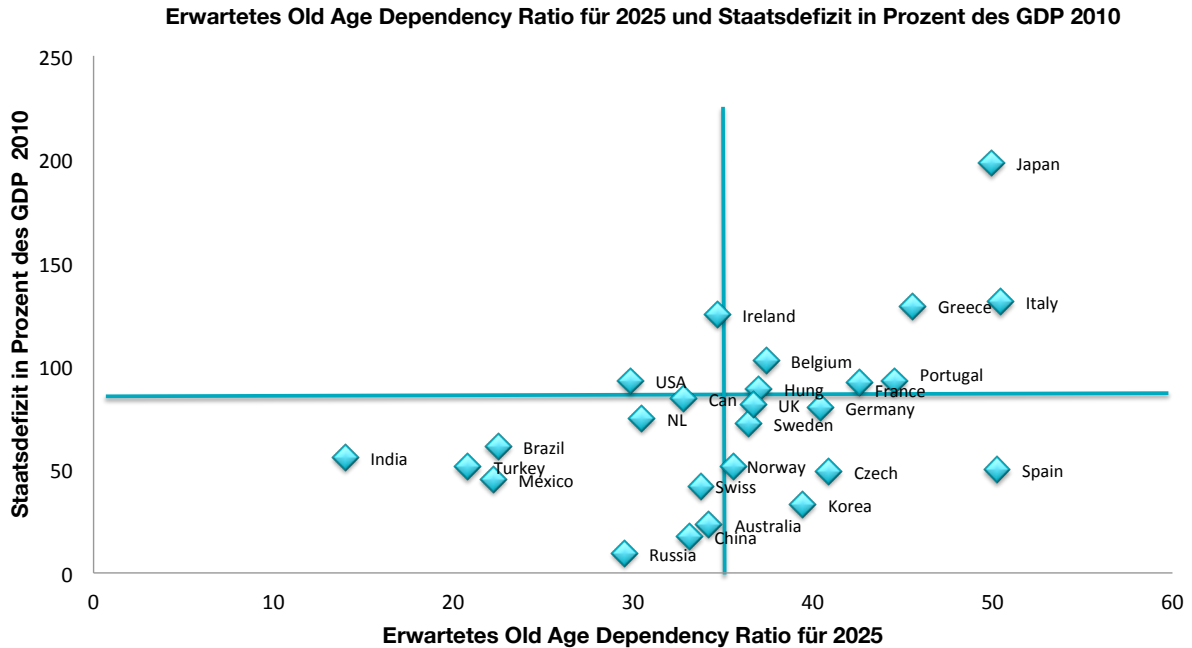
Anleger schützen sich gegen Kreditrisiken meist, indem sie Titel mit einer gewissen Ausfallwahrscheinlichkeit aus ihrem investierbaren Universum ausschliessen. Um die Kreditqualität bzw. das Ausfallrisiko einer Anleihe zu beurteilen, werden oft Ratings der drei Agenturen S&P, Moody's und Fitch herangezogen. Diese umfassen je 10 Grundstufen zwischen AAA und D, wobei AAA höchste Sicherheit und D dem Ausfall entspricht. Eng mit Ratings ist der Begriff "Investment Grade" (IG) verbunden, da sich die Mehrheit der institutionellen Anleger daran orientiert und viele Indizes nur IG Titel enthalten. Die Grenze für IG Anleihen basiert auf diesen Ratings und wurde aus uns unbekanntem Gründen zwischen BBB und BB festgelegt. Wir fragen uns nun, ob eine entsprechende Einschränkung der Anlagen die Kreditrisiken wirklich sinnvoll begrenzt. Ein Blick auf historische Unternehmensausfallquoten von S&P liefert Antworten.

Grafik 1 zeigt die kumulierten Ausfallquoten von Unternehmensanleihen aller Ratings von S&P (y-Achse) über einen Zeithorizont von 1 bis 10 Jahren (x-Achse) für die Periode zwischen 1971 und 2009. So lag z.B. die Ausfallquote von BBB Anleihen bis ins Jahr 3 bei kumulierten 4.7% und bis ins Jahr 8 bei kumulierten 7.2%. In unseren Augen empfiehlt sich gemäss dieser Daten

entweder eine Abgrenzung zwischen A und BBB oder aber zwischen BB und B. Wer wenig Kreditrisiko sucht, sollte nur in Anleihen mit Ratings zwischen AAA und A investieren, weil deren Ausfallwahrscheinlichkeit über 10 Jahre insgesamt unter 2% liegt. Wer hingegen ein erhöhtes Ausfallrisiko für höhere Renditen akzeptiert, sollte neben BBB auch BB Titel halten, denn deren Ausfallquote ist nur rund doppelt so hoch wie diejenige für BBB Papiere (der Ausfall-Faktor zwischen A und BBB beträgt hingegen rund 7x). Offenbar stellt die Abgrenzung von Investment Grade also keine ökonomische Optimierung, sondern lediglich eine willkürliche Grenze dar.

Uns befremdet das hohe Vertrauen der Anleger in Ratings noch aus zwei weiteren Gründen. Erstens besteht ein Interessenkonflikt für die Agenturen, wenn sie sich von den Ratingnehmern zahlen lassen, weil jeder Zahlende ein gutes Rating möchte. Zweitens reagieren die Märkte über den Kurs von Anleihen oft rascher auf neue Informationen als die Agenturen. Deshalb raten wir von einer unflexiblen Einschränkung nur auf IG Anleihen ab. Zudem bietet sich für ein professionelles Kreditrisiko-Management die Verwendung alternativer und marktorientierter Masse für Kreditqualität an wie z.B. unabhängige Ratings (z.B. aus China), CDS Spreads oder Yields-To-Maturity.

Grafik 2: OECD Staatsdefizite im Verhältnis zum BIP und die UN Demographie ausgewählter Länder



Staatsdefizite und Demographie

Bis vor einigen Jahren galten Staatsanleihen von Industrienationen praktisch als risikolos. Kredit-Risikoprämien wurden nur bei Unternehmens- oder bei Emerging Markets Anleihen gesucht, während für das Ausfallrisiko von Industriestaaten kaum eine Risikoprämie bezahlt bzw. gefordert wurde. Aus unserer Sicht kann bei vielen dieser Staaten in ihrer heutigen Verfassung kaum mehr von risikolosen Anleihen die Rede sein. Die Ergebnisse von Reinhart & Rogoff aus ihrem Buch "This Time Is Different" zeigen eindeutig, dass je höher die Verschuldung eines Staates gegenüber seines BIPs ist, desto eher ein Ausfall droht. Weiter weisen sie darauf hin, dass die Tilgung hoher Schulden über Wirtschaftswachstum nur selten gelingt insbesondere bei ungünstiger demographischer Situation eines Landes.

In diesem Geist bilden wir in Grafik 2 die heutigen Kreditrisiken staatlicher Anleihen anhand zweier Faktoren ab; dem aktuellen Staatsdefizit im Verhältnis zur wirtschaftlichen Leistung eines Landes (gemessen am OECD BIP) und der UN Demographie bzw. dem Wachstumspotenzial der Bevölkerung (gemessen am Verhältnis von Arbeitenden gegenüber Pensionierten; auch genannt Old Age Dependency Ratio). Die Ausprägungen

dieser beiden Faktoren sind in Grafik 2 für verschiedene Länder dargestellt. Die Unterschiede sind frappant. Für Japan und für Staaten der europäischen Peripherie sind sowohl die aktuelle Staatsverschuldung im Verhältnis zum OECD BIP als auch die demographische Aussicht düster. Die USA, Deutschland, Frankreich und UK weisen alle auch ein beunruhigend hohes Defizit von rund 100% des BIPs aus und sind ebenfalls demographisch mit Ausnahme der USA schlechter als der Durchschnitt aufgestellt. Viele Emerging Markets und die Schweiz schneiden hingegen in ihrer Verschuldung und im Wachstumspotenzial sehr gut ab.

Als vorsichtiger Anleger würde man denjenigen Emittenten hohe Gewichte in einem Portfolio zuordnen, welche geringe Kreditrisiken aufweisen, d.h. vor allem Staaten mit tiefen Defiziten im Verhältnis zum BIP und hohem demographischen Wachstumspotenzial. Die schuldenbasierte Marktkapitalisierung und das nötige Vertrauen in Ratings führt bei Indexanlagen in Anleihen aber zum Gegenteil, weil so die Staaten mit hoher Verschuldung und schwacher demographischer Aussichten hohe Allokationen erhalten. Ob dies wirklich im Sinne risikobewusster Anleger mit beschränktem Kreditrisiko-Appetit ist, erscheint zweifelhaft.